BANK-ARCHIV

Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen.

Herausgegeben von Geh. Justizrat Prof. **Dr. Riesser**, Berlin,
unter Mitwirkung von:
Geheim. Justizrat Dr. **A. Braun**, Meiningen; Geheim. Regierungsrat Professor Dr. **Gustav Cohn**, Göttingen; **Ludwig Delbrück**, M. d. H., Berlin; Handelskammersyndikus Geh. Justizrat **Heinrich Dove**, M. d. R., Berlin; Reichsgerichtsrat Dr. **Düringer**, Leipzig; Wirkl. Legationsrat Professor Dr. **Helfferich**, Berlin; Wirkl. Geh. Rat Professor Dr. **Franz Klein**, Justizminister a. D., Wien; Professor Dr. **Julius Landesberger**, Wien; Geh. Oberregierungsrat Professor Dr. **Lexis**, Göttingen; Geh. Oberfinanzrat Dr. **von Lumm**, Mitglied des Reichsbank-Direktoriums, Berlin; Reichsgerichtsrat Dr. **Neukamp**, Leipzig; Staatsminister a. D. **Jhr. Rochussen**, Haag; **Max Schinckel**, Hamburg; Dr. **Ernst Schuster**, barrister-at-law, London; Justizrat Dr. **Herman Veit Simon**, Berlin; Professor Dr. **Heinrich Waentig**, Tokyo.

Schriftleitung:
Rechtsanwalt **Otto Bernstein** und Professor Dr. **Carl Mollwo**,
Geschäftsführer des Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes,
Berlin NW 7, Dorotheenstr. 4.

Manuskripte sind an die Redaktion (Berlin NW, Dorotheenstr 4, II) einzusenden.

Inserate: viergespaltene Petitzeile 40 Pf. Anfragen u. Aufträge beliebe man gefälligst an die Geschäftsstelle des Blattes, Berlin W 35, Genthiner Str. 38, zu richten.

Erscheint am 1. und 15 jedes Monats.

Preis 15 M. für den Jahrgang von 24 Heften

Zu beziehen durch alle Buchhandlungen und die Verlagshandlung.

Verlag von J. Guttentag, Verlagsbuchhandlung, G. m. b. H., Berlin W 35, Genthiner Strasse 38.

XI. Jahrgang. **Berlin, 15. April 1912.** **Nummer 14.**

Inhalts-Verzeichnis.

Kredit und Kurs der Staatspapiere.

Von Geh. Reg.-Rat. Prof. Dr. **Gustav Cohn**, Göttingen.

I.

In der wissenschaftlichen Vierteljahrsschrift Englands „Economic Review" findet sich (März 1910) ein Passus, den ich hier wiedergebe:

„Eine Ausnahme von der günstigen Lage des Kapitalmarktes machen fortdauernd Konsols. Bei ihnen liegt ein Grund der Schwäche mit ziemlicher Gewissheit in den politischen Verhältnissen. Der Kredit der englischen Regierung ist nicht mehr derselbe wie früher, dank dem politischen Einflusse der Sozialisten und der Macht, die sie erworben haben in der einen, wo nicht in beiden grossen Parteien des Landes. Die Berichte über die Zurückziehung der Kapitalanlagen aus englischen Staatspapieren behufs Ankaufs ausländischer Staatspapiere sind wahrscheinlich übertrieben, aber sie kommen von zu vielen Seiten her, um nicht Beachtung zu verdienen. Das Kapital mag sich noch nicht gerade in einem Streik befinden, um einen denkwürdigen Ausdruck von Lord Goschen aus dem Jahre 1867 zu brauchen, aber es ist mehr als früher geneigt, Pro und Kontra abzuwägen zwischen englischen und fremden Anlagen, und die Bevorzugung der englischen ist nicht mehr dieselbe wie einstmals. Nichts anderes kann ausreichend das Sinken der Konsols erklären, das in den letzten vier Jahren stattgefunden hat, trotz der grossen Rückkäufe für den Tilgungsfonds, deren sich der gegenwärtige Ministerpräsident so oft gerühmt hat.

Der Kurs der englischen ($2^1/_2$ proz.) Konsols war
am 26. Februar 1908 = $87^5/_{16}$
„ 24. „ 1909 = 84
„ 23. „ 1910 = $81^{13}/_{16}$.

Es gibt keine stärkere Mahnung zur Sorge für die Staatsfinanzen, die offenbar geschädigt werden durch die Hintansetzung des normalen Geschäftsganges hinter das politische Parteigezänk."

Diese an wissenschaftlicher Stelle publizierte Aeusserung eines Engländers war mir, damals als sie erschien, aus mehr als einem Grunde wertvoll und ist mir heute noch so bedeutsam, dass ich sie hierher setze. Erstens ist sie trostreich durch ihre grosse Irrtümlichkeit für alle die Irrtümer, die wir seit einer Reihe von Jahren in Deutschland und Preussen als Erklärung derselben Erscheinung an den deutschen Staatspapieren gehört haben. Zweitens beleuchtet sie die Identität der deutschen Vorgänge mit den parallelen englischen Vorgängen durch das Licht einer so vollendeten Naivität, dass man davon den Eindruck erhält, nun sei die Erscheinung, die so viel Verwirrung angerichtet hat, auf einfache und unwiderlegliche Weise erklärt. Es lasse sich weiter nichts darüber sagen.

So habe ich früher gemeint. Indessen habe ich die Macht populärer Irrtümer auch bei dieser Gelegenheit unterschätzt. Neues habe ich bei der gegenwärtigen Gelegenheit kaum zu sagen. Denn ich habe im Laufe der Jahre zu mehreren Malen („Reichskredit und Reichsfinanzen", 1. November 1905; „Staatliche Massregeln zur Hebung des Kurses der Staatsanleihen", 1. April 1906; „Der Kursrückgang der Staatspapiere", 1. Mai 1910;

„Die Kapitalanlage in ausländischen Wertpapieren", 15. April 1911) in dieser Zeitschrift mich über den gleichen Gegenstand geäussert. Es ist etwa nur die Hoffnung, durch eine grössere Deutlichkeit oder durch eine Ergänzung des früher Gesagten einen neuen geringen Beitrag zur Förderung der Wahrheit zu liefern, wenn ich dem Wunsche der Redaktion nachkomme.

II.

Edmund Burke sagt in seinen Reflexionen über die Französische Revolution, die unmittelbar nach deren Ausbruch niedergeschrieben wurden, gerichtet an einen Pariser Bekannten, um diesem das Wesen der englischen Verfassung klar zu machen: „ich bin oft erstaunt gewesen, wie wenig Ihr Franzosen von uns wisset, obwohl Ihr nur durch einen schmalen Graben von uns getrennt seid." Burke hat Recht gehabt, so weit es sich um sein Thema handelte. Im übrigen haben seine Landsleute allezeit und bis zur heutigen Stunde jede andere Nation durch Unwissenheit über die Zustände des Auslandes überboten.

Angesichts des Themas, das uns beschäftigt, dürfen die Engländer sich rühmen, dass sie ihrer Gewohnheit treu geblieben sind. Aber auf deutscher Seite teilt man mit ihnen den Ruhm, lange von den Vorgängen Englands nichts gewusst zu haben und vielleicht noch heute nichts — nach Ausweis immer wiederholter amtlicher Kundgebungen.

Die Palme hat dennoch vielleicht jener Engländer verdient, der die oben wiedergegebenen Worte in der wissenschaftlichen Zeitschrift geschrieben hat. Denn er kennt nicht einmal die ihn beschäftigenden Tatsachen seines Vaterlandes hinreichend. Er entrüstet sich über den Kursrückgang der englischen ($2^1/_2$ proz.) Konsols, der in den zwei Jahren 1908—1910 stattgefunden hat, um den politischen Einfluss der „Sozialisten" verantwortlich zu machen für das Sinken des Kredits der englischen Regierung. Er nimmt sich aber nicht die Mühe, die Kursbewegung über die zwei Jahre zurück zu verfolgen. Hätte er das getan, so würde er gefunden haben, dass die $2^1/_2$ proz. Konsols im Mai 1903 auf 92 standen. Und gegenwärtig (Ende März 1912) stehen sie auf $78^1/_2$. Also in dem Zeitraum von kaum 9 Jahren ein Rückgang um $13^1/_2$ pCt., oder auf das Pari berechnet um nahezu 15 pCt.

Hätte der Engländer ferner die Kursbewegung der deutschen und preussischen Konsols gekannt, so würde er sich an diesen für den Kredit seines Vaterlandes haben trösten können, es sei denn, dass er darin die gemeinsame Einwirkung der „Sozialisten" gefunden hätte. Wir aber, auf deutscher Seite, die wir wissen, dass unser Staatskredit bis jetzt durch den Einfluss der Sozialisten noch nicht geschädigt ist, die wir ferner wissen, dass jene nebelhafte Anklage der Sozialisten auch für England entweder gar nichts bedeutet oder aber eine durchaus unrichtige Beurteilung der neueren englischen Steuerreformen, die ein rühmliches Vorbild für die Gesetzgebung anderer Nationen sind — wir halten jene Kursbewegung der englischen Staatspapiere mit den gleichartigen Kursbewegungen der preussischen und deutschen Staatspapiere zusammen und getrösten uns daran mit der Erkenntnis, die daraus entspringt, dass unser Staatskredit ebensowenig erschüttert ist wie der englische, aus dem Grunde, weil die Kurse für beiderlei Staatspapiere in ähnlichem Umfange zurückgegangen sind. Ebensowenig wie der Staatskredit beider Nationen darum auf eine höhere Stufe gestiegen war, weil die $2^3/_4$ proz. Konsols in England von $94^1/_2$ pCt. (Oktober 1890) auf $113^1/_2$ (im Juli 1896) gestiegen waren, und ähnlich zu jener Zeit in Deutschland, da die 3 proz. preussischen Konsols von 86 pCt. (1890) auf nahezu Pari (1898) gestiegen waren, um seit 1899 zu fallen und seit 1907 zum alten Stande wieder zurückzugehen und noch etwas tiefer (jetzt 81).

III.

Sehr lehrreich ist für uns, bei der Betrachtung dieser Kursbewegungen und der daran geknüpften Ansichten, Besorgnisse, Beschuldigungen, Abhilfsmittel, die Macht eines falschen Begriffes zu beobachten — eine keineswegs seltene Erscheinung. Es mag richtig sein, dass für manche Seiten des Menschenlebens ein falscher Begriff eine beseligende Kraft hat. Für die wirtschaftliche Seite der Lebens hat er nur die Kraft der Verwirrung und für die vorliegende Angelegenheit die Kraft, zu zwecklosen Heilmitteln zu verleiten.

Der falsche Begriff, den wir im Auge haben, entspringt einem im Geschäftsleben und auch sonst verbreiteten Sprachgebrauch, demzufolge man aus der Höhe des Kursstandes der Staatspapiere die Höhe des Staatskredits abliest. Wenn der Kurs gefallen ist, soll danach der Kredit des Staats gefallen sein. Dieser Kausalzusammenhang kann unzweifelhaft in einer Reihe von Fällen zutreffend sein, aber keineswegs ist er es in allen Fällen. Er trifft zu für alle jene Erscheinungen des Staatskredits, die in der Linie des unreifen, sich stufenweise entwickelnden Kredits befinden, da die Elemente, auf denen der reife Staatskredit beruht — Festigkeit der Rechtsordnung, Dauerhaftigkeit des Staatswesens, Steuerkraft und manches andere —, erst noch im Werden, in der Entwicklung, im Wachsen sind oder selbst dieses noch nicht. Wie der Krieg überhaupt einen Rückfall bedeutet oder eine Erschütterung der Grundlagen friedlicher Kultur, zum mindesten für die Volkswirtschaft, so ist er es auch, der selbst den reifen Staatskredit, zumal bei unglücklichen Wendungen des Kriegsglücks, zurückwirft in die Zweifel, die man wider seine Festigkeit hegt. Es ist aber charakteristisch, dass selbst diese Kraftprobe verhältnismässig leicht überstanden worden ist in dem unglücklichen Kriege, den Frankreich vor vierzig Jahren führte, ja dass der damalige starke Kursfall seiner Staatspapiere nicht sowohl auf gesunkenen Kredit zu setzen ist als auf die enorme Grösse des Anleihebedarfs, die nur dadurch befriedigt werden konnte, dass ein hinreichend starker Reiz in hohem Zinsangebot gegeben werden musste, damit die Kapitalisten die französischen Staatspapiere eintauschten für andere, minder rentable Papiere, die sie besassen.

Ein Blick auf den heutigen Markt der Wertpapiere ist vollends geeignet, diese Ansicht zu unterstützen.

Mehr und mehr sind sich die Anleihen der typischen europäischen Staaten, mit ihrem Kredit ersten Ranges, und die Anleihen der anderen Staaten, die man durchaus nicht gewohnt war oder gewohnt ist in den ersten Rang zu stellen, nahe gerückt. An der Londoner Börse stehen heute 4 proz. Argentinier, ebenso die 4 proz. Brasilianer auf $87^3/_4$ pCt., d. h. effektiv netto $4^1/_2$ pCt.; 4 proz. Mexikanische Goldanleihe netto $4^1/_3$ pCt.; 4 proz. Russen 95, 4 proz. Japaner 86. Halten wir diese Kurse und Zinserträge gegen die Staaten ersten Ranges, so bleibt kein weiter Abstand gegen diese, wenn wir finden, dass englische Konsols netto $3^1/_3$ pCt., preussische und deutsche Konsols 3,60 pCt., Italiener 3,50 pCt., Französische Rente 3,15 pCt. geben. Der tatsächliche Abstand ist gross genug, um durch die Verschiedenheit des Kapitalreichtums begründet zu werden. Und die Abstände in der Zinshöhe der Staaten ersten Ranges unter einander sind erst recht nicht gross genug, um sie auf eine verschiedene Wertung der Sicherheit (des Risikos) zurückzuführen, sondern allein auf die quantitativen Verschiebungen des Anlagebedürfnisses in den verschiedenen Richtungen der Anlage-

gelegenheiten samt der Verschiedenheit des Kapitalreichtums.

Mit andern Worten. Das Pathos oder das gekränkte Nationalgefühl, mit dem der oben angeführte Engländer oder bei uns in Preussen zu wiederholten Malen der Finanzminister sich darüber beklagt hat, dass der Kurs der Staatsanleihen, sei es durch Fehler der eigenen Politik, sei es durch Fehler in dem Urteile des Weltmarktes, herabgesetzt sei — sie haben keinen Grund in der Wirklichkeit der Kursbewegungen und in deren ursächlichem Zusammenhange. Es sind in Wahrheit längst bekannte Verschiebungen, die in der neuesten Zeit grössere Macht gewonnen haben als früher. Man war gewohnt, dass je nach aufsteigenden und absteigenden Konjunkturen der spekulativen Anlagen die heimischen Staatspapiere im Kurse verhältnismässig zurückgingen mit dem Anschwellen der Konjunktur und der Kurssteigerung der spekulativen Wertpapiere, dass dagegen die Kurse der Staatspapiere wieder stiegen, sobald die Spekulation zurückging und das darin angelegte Kapital den sicheren Port der Staatspapiere wieder aufsuchte -- bis auf bessere Zeiten. Der „Kredit“ der Staatspapiere stand hier nicht in Frage; er hatte sich nicht geändert. Jetzt ist etwas Gleichartiges, aber in ausgedehnterem Sinne geschehen. Ausgedehnter in den Zeiträumen und ausgedehnter über die Länder der Erde. Der erhöhte politische und wirtschaftliche Kulturgrad in Staaten wie Mexiko, Argentinien, Brasilien, Russland, Japan gewährt ihren Anleihen so viel grössere Anziehungskraft für die Kapitalien aus den Staaten ersten Ranges, denen eine Prämie von 1 pCt. jährlichen Mehrertrages winkt. Jedoch sind diese Beispiele nur ein bescheidener Teil aus der Fülle von Anlagegelegenheiten, die über den Weltkreis hin und in den eigenen Ländern des alten Europa, mit oder ohne die Form der Wertpapiere, sich darbieten. Sie können nicht dem berufsmässigen Geschäftsmann und ebensowenig dem Kapitalisten i. e. S. verschränkt werden, dem es überlassen bleiben muss, sich auf dem Kurszettel der Börse oder auf irgend einem anderen Wege diejenigen Anlagen zu suchen, die ihm rentabel und sicher genug erscheinen. Diesem grossen Zuge einer neuen Bewegung gegenüber gibt es kein Mittel der Hinderung oder der Förderung, das ihn ändern könnte, wohl aber kann es irrtümliche Vorstellungen geben, die aus der Gewohnheit hervorgehen, jeder Erscheinung der neuen Volkswirtschaft mehr oder weniger ungeschickte Widerstände entgegenzusetzen. Sie sind zu öftern Malen erfolglos gewesen. Hierbei werden sie vollends erfolglos bleiben.

IV.

Seit einer Reihe von Jahren habe ich darauf hingedeutet, dass sich aus objektiven Gründen eine fortschreitende Kursannäherung der besten Aktien und der heimischen Staatspapiere vollzieht, was auf eine fortschreitende Annäherung der beiderseitigen Rentabilität hinauskommt. Etwas ähnliches beobachten wir unter den Staatspapieren ersten und zweiten Ranges. Darüber kann man kindliche Klagen vom Standpunkte der heimischen Staatspapiere äussern. Aber ändern lässt sich das nicht. Es hat auch keinen Sinn, das ändern zu wollen. Und im Ernst steht jedermann, der Kapitalanlagen zu machen hat, auf dem Standpunkte, die rentabelste und zugleich sicherste Art der Anlagen zu suchen. Diejenigen, die im Sinne eines sittlich höheren Standpunktes etwa wirklich eine Ausnahme bilden, sind zu selten, um einen Einfluss auf die Kursbewegung zu üben. Diejenigen wiederum, die dem rationellen Standpunkte, den wir als massgebend für die Mehrzahl behaupten, nicht genügen, sondern gemäss den Worten des preussischen Finanzministers (im Hause der Abgeordneten 7. März 1912) statt der preussischen Staatspapiere „der sichersten, die es überhaupt geben kann“ — „das Publikum“ bilden „das andere Papiere sucht, weil sie grössere Zinsen abwerfen, und in keiner Weise die Sicherheit prüft“, sie sind nicht das Publikum, sie sind glücklicherweise nur ein Ausschnitt der Gesamtheit des Publikums, aus dem einfachen Grunde, weil es grössere Zinsen von einer Menge von Papieren gibt, die sich vereinen mit einer erfolgreichen Prüfung der Sicherheit. Derjenige Teil des Publikums, der bei jener harten Antithese gemeint ist oder ernsthafterweise nur gemeint sein kann, ist allerdings immer noch zahlreich genug, und seine Torheit zeigt sich in mannigfaltigen Formen bald hier bald dort. Diese Art von Publikum möchte man — wenn so etwas möglich wäre — unauflöslich an das Staatsschuldbuch festbinden. Jedoch es gibt heute bereits breite Schichten des kapitalanlegenden Publikums (wenn mit diesem Worte nun einmal diejenigen gemeint werden sollen, die nicht berufsmässige Geschäftsleute sind, die den berufsmässigen Akteurs der Börsen und Banken einigermassen ähnlich gegenüberstehen wie das Theaterpublikum den Akteurs der Bühne), es gibt breite Schichten in diesen Kreisen, die ein sehr verständiges Urteil haben und vor spekulativen Abenteuern sich zu schützen wissen. Selbst unter den typischen Witwen gibt es neben denen, die blind die Aktien und Obligationen einer „preussischen“ Hypothekenbank sich aufschwatzen lassen, in der Meinung, das müsse eine preussische Staatsanstalt bedeuten — gibt es viele Witwen, die ein ebenso klares Auge für die Sicherheit der Wertpapiere besitzen wie für die täglichen Angelegenheiten ihres Haushaltes, und die so weise gewesen sind, sich seit langen Jahren mit Aktien der Deutschen Bank und der Preussischen Central-Boden-Credit-Bank zu versorgen. Der kleine Bankkrach, der vor einem halben Jahre Göttingen zeitweilig berühmter machte als der Ruhm der Universität, er hat in seine Kreise fast ausschliesslich ein urteilsloses Kleinbürgertum gezogen; nicht ein einziges Mitglied der Georgia Augusta hat sich zu gleichen Torheiten verleiten lassen. Und diese gehört doch auch zum „Publikum“.

Dass die exotischen Staatspapiere mir im Sinne der voraufgehenden Bemerkungen weniger geeignet erscheinen für die Kapitalanlage selbst sehr urteilsfähiger Leute als die heimischen Anteilscheine wohlbewährter und wohlbekannter Banken oder industrieller Werke, das habe ich bei früherer Gelegenheit schon gesagt. Ueber die Finanzen, d. h. über das Staatswesen des neuesten Mexiko zu urteilen, nachdem die despotische Faust von Porfirio Diaz aufgehört hat für die Ordnung in der Freiheit zu sorgen, das möchte wohl die Aufgabe für eine durchaus intime Sachkenntnis sein und selbst diese möchte nicht hinanreichen an das, was die Zukunft bringen kann — einen neuen Tyrannen oder neue Orgien der Freiheit. Ja, die Börse selber, die ihrer Idee nach die Gemeinschaft der Fachmänner darstellt, sie ist noch nirgendwo zu der Höhe der Urteilsfähigkeit entwickelt, die man von ihr erwarten sollte.

Die Nervosität der Kursbewegungen, die Sprünge von Tage zu Tage, die Ueberschätzung oder Unterschätzung der politischen Ereignisse und ihres Einflusses auf den Gang des Kapitalmarktes — sie sind nicht das Gefolge der Urteilsfähigkeit in erster Reihe, sondern der wechselnden Stimmungen. Ein Sachverständiger der Börse, der vor der Reichskommission für die Börsen-Enquete vor zwanzig Jahren seine Ansicht äusserte, war von diesem Zustande so sehr durchdrungen, dass er den Einfluss irgendwelcher verständiger Gründe auf die Kursgestaltung der Staatspapiere ganz und gar bestritt.

Dies war denn freilich eine grosse Uebertreibung. Nicht das was von Tage zu Tage geschieht, wohl aber die dauernden, durchschlagenden Bewegungen folgen aus

vernünftigen Ursachen. Und man müsste an der Intelligenz und ihrer gebührenden Herrschaft über das Geschäftsleben verzweifeln, wenn man alles dem blinden Ungefähr anheimgeben wollte. Jene negative Ansicht wird auch für jeden Kenner der Dinge durch eine Fülle von Erfahrungen widerlegt.

V.

Immer wieder lässt sich die Meinung hören, der „niedrige Kursstand" der Reichsanleihen erklärt sich durch die Schuldenwirtschaft des Reiches, d. h. durch den Mangel an ausreichenden Einnahmen für die unwiderstehlich wachsenden Ausgaben.

An keinem Punkte unseres Themas ist eine so grosse Zähigkeit des Irrtums zu beobachten wie an diesem. Denn die Gegenbeweise sind mit Händen zu greifen. Erstens kann man den gleichen Grund auf die preussischen Anleihen unmöglich anwenden, um deren „niedrigen Kursstand" dadurch zu erklären. Hier ist von einer Schuldenwirtschaft im Sinne des Reichshaushalts und seinen unproduktiven Anleihen, die in die Lücke unzureichender Einnahmen für unproduktive Zwecke treten müssen, nicht die Rede. Hier ist reichliche, ja überreichliche Deckung vorhanden in dem überaus produktiven Kapital des Staatseisenbahnsystems. Hat aber dieser Unterschied irgendwelche dauernde Folge für den Kursstand der preussischen Anleihen verglichen mit den Reichsanleihen? Mit nichten. Auch nicht um einen Pfennig sind die letzteren niedriger im Kursstande als die preussischen Anleihen. Und wenn im Laufe der Jahre wirkliche aber geringe Differenzen zu bemerken waren, so hat die Wage geschwankt ebensowohl zugunsten der Reichsanleihen wie zugunsten der preussischen Anleihen. Von einem Einflusse verschiedenartiger Kreditwürdigkeit als der Folge verschiedener Höhe der finanziellen Solidität ist also nicht die Rede gewesen.

Zweitens. Die periodisch wiederkehrenden Reformprojekte für die Vermehrung der Reichssteuern (deren Tempo sich bezeichnenderweise immer mehr beschleunigt, im natürlichen Zusammenhange mit den immer schneller wachsenden Ausgaben) bedienen sich unablässig der (pädagogisch vielleicht nützlichen) Mahnung, die Steuerreform sei notwendig, um den Kredit des Reiches, d. h. den Kursstand der Anleihen, zu heben, welcher gesunken sei infolge der Defizitwirtschaft, die Schulden auf Schulden häufe aus Mangel an zureichenden Einnahmen. Hat diese Mahnung hie und da das Gewissen der Reichsbevölkerung geschärft, um so besser. Aber sie ruhte auf unrichtigem Grunde. Man konnte jedesmal nach dem Gelingen einer Reichssteuerreform, d. h. nach Vermehrung der ordentlichen jährlichen Einnahmen des Reiches, die Beobachtung machen, dass der „niedrige Kursstand" der Reichsanleihen sich auch nicht im mindesten gehoben hatte.

Es ist lehrreich für die Art der Erörterungen dieser Dinge (und gerade an amtlicher Stelle), dass um nichts weniger ein solches Argument wiederkehrt.

Etwas verschieden, aber doch ähnlich steht es mit dem Vertrauen auf den Tilgungsplan für die Reichsschulden. Dass ein rechtschaffener Haushalter, der durch ausserordentliche Umstände zum Schuldenmachen genötigt war, weil seine ordentlichen Einnahmen nicht ausreichten — dass er den guten Willen zeigt, aus den Ueberschüssen künftiger grösserer Einnahmen die Schulden heimzuzahlen, das ist im öffentlichen wie im privaten Haushalte so in der Ordnung. Die Voraussetzung ist nur jedesmal die, dass er begründete Aussicht hat, solche Ueberschüsse zu erzielen. Zumal ist es Voraussetzung in dem Falle, da er seinen guten Willen in der obligatorischen Form eines Tilgungsplans zu erkennen gibt. Fehlt jene Voraussetzung, täuscht er sich mit dem Trugbilde überspannter Hoffnungen, so muss in die Lücke der Ueberschüsse die Aufnahme neuer Schulden treten — in der öffentlichen Wirtschaft, wie in der privaten. Auch seine Gläubiger wird er durch dieses Trugbild nicht lange täuschen. Ja noch mehr. Es ist ein untaugliches Mittel für einen Zweck, der selber eine Täuschung ist. Wir haben ja gesehen, dass der Kursstand der Reichsanleihen (am Massstabe der so viel besser fundierten preussischen Anleihen gemessen) gar nichts zu wünschen lässt im Sinne einer grösseren Solidität des Reichshaushaltes. Es ist daher auch kein derartiger Grund vorhanden, um der Erhöhung des Kursstands der Anleihen willen richtige oder gar unrichtige Massregeln zu ergreifen.

Dass die Schuldentilgung im Reiche aus anderen Gründen wünschenswert ist, mag richtig sein. Aber wie soll man im Ernst Schulden tilgen, wenn gar keine Aussicht dafür vorhanden ist, dass jemals in kommenden Jahren die Einnahmen grösser sein werden als die Ausgaben, vielmehr das Gegenteil sich fortdauernd behaupten wird. Desto mehr sollte man sich hüten, an fern abliegenden Idealen die „Gesundung" der Reichsfinanzen zu messen, also dem gegenwärtigen und dem ganzen bisherigen Zustande derselben den Vorwurf der Krankheit anzuheften. Man sollte sich hüten, auf grosse Worte sich zu verpflichten, wie dasjenige von den „werbenden Zwecken", für die allein künftig noch Reichsschulden gemacht werden dürften. In der Vergangenheit von vierzig Jahren liegt die Norm für das, was man von den kommenden Jahren zu erwarten hat.

Den hier angedeuteten Irrtümern ist im letzten Grunde der neulich erfolgte Rücktritt des Reichsschatzsekretärs zuzuschreiben. Im persönlich-menschlichen Sinne höchst anerkennenswert, aber eben darum der unvermeidliche Ausgang eines Strebens, das mit der Wirklichkeit unseres Reichsfinanzwesens und Parteiwesens nicht rechnete.

VI.

Die Staatsregierung (und Reichsregierung) hat mindestens einen guten Grund, hohen Kurs und niedrigen Zinsfuss für ihre Schuldscheine zu wünschen. Denn je niedriger der Zins, den sie zu zahlen hat, desto geringer ist die Belastung ihres Ausgabe-Budgets. Sie vertritt mit diesem Wunsche das Interesse der Gesamtheit der Steuerzahler gegenüber der vergleichsweise kleinen Zahl von Staatsbürgern, die das Interesse haben, hohen Zins zu empfangen Insoweit war jene Kursbewegung, die sich während der letzten Jahrzehnte des neunzehnten Jahrhunderts zumal in Deutschland, dann in England usw. vollzogen hat, im Einklange mit dem Interesse der Volksgesamtheit und im Widerspruche mit dem Interesse der Staatsgläubigerschaft. Der Widerspruch der letzteren hat damals auch sehr deutlichen Ausdruck gefunden. Je mehr der Zinsfuss zurückging, um so mehr befestigte sich in diesen Kreisen die Wahnvorstellung, dass der Staat ihnen gegenüber zu einer normalen Höhe des Zinsfusses verpflichtet sei, die durch die Tradition der voraufgehenden Zeiten vorgeschrieben und jedenfalls oberhalb des neueren Zinsniveaus läge. Mit Entrüstung wurden die Zinsreduktionen jener Jahre beurteilt, die durchaus in den Grenzen des strengen Rechts sich bewegten und ihre Pflicht im Dienste der steuerzahlenden Bevölkerung erfüllten.

Nachdem nun seit 10—15 Jahren eine entgegengesetzte Bewegung des Zinsfusses der Staatspapiere eingetreten ist, hat man zwar vielerlei im Sinne einer Bekämpfung dieser letzteren Bewegung gehört, aber niemals — soweit ich habe bemerken können — hat man sich dessen erinnert, dass eben jene Bekämpfung auf dasjenige hinaus will, worüber man sich einstweilen so absonderlich entrüstet hat. Denn das beständige Klagen

über den niedrigen Kursstand der Staatspapiere ist ja gleichbedeutend mit den Klagen über den hohen Zins, den sie bringen. Und das Suchen nach Mitteln, die in der entgegengesetzten Richtung wirken sollen, kommt auf nichts andres hinaus, als auf die Sehnsucht nach dem niedrigen Zinsfuss, über den man sich einstmals entrüstet hat. Woher kommt dieser Widerspruch? Er folgt aus der Verschiedenheit der Situationen, in denen sich die einzelnen Gruppen der Staatsgläubiger, ja dieselben Persönlichkeiten im einzelnen, je nach dem Wechsel der Umstände, mit ihrem Interesse zu dem Stande des Kurses und des Zinsfusses der Staatsanleihen befinden oder befunden haben. Die typische Witwe, die samt ihren Waisen so oft in diesen Diskussionen Stellvertretung leisten muss für die Gesamtheit der Staatsgläubiger, deren Kapitalanlagen eine wohlwollende Ansicht ganz und gar identifizieren sollte mit dem Staatsschuldbuch und dadurch mit einem dauernden Rentenbezug von unwandelbarer Höhe — sie kann unmöglich, wenn sie heute in dieses Vertragsverhältnis mit dem preussischen Staate tritt, in die Klagen darüber einstimmen, dass der Kurs der preussischen Anleihen so niedrig, die dafür bezogene Rente so hoch ist. Für sie und für alle ihresgleichen ist diese Wendung der neueren Kursentwicklung gerade das, was sie sich wünschen muss.

Auch in dem Falle, dass es sich nicht um Witwen und Waisen handelt, wird jene feierliche Auffassung, die dem heimischen Staatskredit eine besondere Mission für seine Gläubiger zusprechen will, die normale Gestalt des Verhältnisses darin suchen müssen, dass sie dauernde Rentner, nicht wandelbare Käufer und Verkäufer der Staatspapiere sind.

Das Bemerkenswerteste an derartigen Klagen ist das, was am nächsten liegt, aber scheinbar so oft übersehen wird — nämlich, dass jede Klage über niedrigen Kurs gleichbedeutend ist mit einer Klage über hohen Zins. Ueber hohen Zins wird niemals geklagt. Und desgleichen richten sich die Beschwerden gegen den niedrigen Zins (wie vor einigen Jahrzehnten) aber niemals gegen sein Korrelat, den hohen Kurs. Wie soll man nun wohl, bei diesem Wirrwarr der Meinungen und Interessen, allen Leuten gerecht werden? Was immer geschehen mag, um das eine Interesse zu befriedigen (vorausgesetzt dass so etwas möglich ist) — es werden ebenso viele oder noch mehr Interessen dadurch verletzt werden.

Ganz unrichtig ist es vollends, wie es von amtlicher Stelle und von Vertretern des Staatsinteresses geschieht, aus der Mannigfaltigkeit jener einander widersprechenden Interessen ein einzelnes Erlebnis herauszugreifen, um mit dem einen Falle die Probleme der ganzen Angelegenheit zu beleuchten. In beiden Häusern des preussischen Landtages ist vor einigen Jahren mit besonderem Pathos ein Fall erzählt worden, der die Tragik des Kursrückganges der preussischen Staatsanleihen beleuchten sollte. Die 3 proz. Preussischen Konsols haben innerhalb der Jahre 1890—1910 zunächst von 1890 bis 1893 sich um 87, 85, 86 pCt. bewegt, sie sind dann 1894—1898 allmählich bis nahe an Pari gestiegen, um 1899—1906 auf 88—90 pCt., dann 1907—1910 auf 83 bis 85 pCt. zu fallen. Es ist diese Kursbewegung im Zeitraum von 20 Jahren, angesichts deren der preussische Finanzminister im Herrenhause (15. März 1910) ausrief: „Ist es denn möglich, dass unsere 3 prozentigen Staatspapiere eine Kursschwankung von 18 pCt. erfahren haben, ohne die Nation schwer zu schädigen? Gerade die kleinen Rentner, die Witwen, die ihr verhältnismässig kleines Einkommen gut fundieren wollten, haben es erleben müssen, dass sie an den sichersten Papieren der Erde solche Ausfälle erlitten."

Was ist hier aber in Wahrheit geschehen? Der Kurs ist in dem Zeitraum von 20 Jahren binnen der letzten 10 Jahre auf den ungefähren Stand zurückgegangen. auf dem er sich in den ersten 3 Jahren befunden hat. Die schwere Schädigung der Nation, insbesondere der kleinen Rentner und der Witwen soll nun darauf beruhen, dass in der Mitte zwischen zwei Dritteln des ganzen Zeitraums der Kurs einige Jahre eine ungewöhnliche Höhe erreicht hat? Nein, sie wird vielmehr so dargestellt, als ob eine Kursschwankung von 18 pCt. alle Besitzer der 3proz. Konsols betroffen hat, und zwar dadurch, dass diese zum höchsten Preise der 20 Jahre gekauft und zum niedrigsten Preise verkauft haben! Im übrigen wissen wir: die kleinen Rentner, Witwen usw., die hier in beweglicher Weise vorgeführt werden, sollen nicht dazu preussische Staatspapiere kaufen, um sie zu verkaufen, sondern um eine sichere, beständige Rente zu geniessen. Für diesen Zweck wird der preussische Staat ihnen jederzeit eine zuverlässige Stütze sein. Aber auch angesichts der Kursbewegung besitzen sie, wenn sie — abgesehen von jenem höchsten Stande der zwei Jahre — vorher oder nachher die 3 proz. Konsols gekauft haben, heute annähernd den gleichen Kurswert wie einstmals.

Alle Beteuerungen — und obenein die sehr begründeten Beteuerungen — dass die Preussischen Konsols zu den sichersten Papieren der Erde gehören, ja dass sie in gewissem Sinne das sicherste Papier sind, können das Postulat der Finanzverwaltung und ihrer Gläubiger nicht zur Wahrheit machen, das dem Kurswerte des Weltmarktes unwandelbare Festigkeit verleihen will.

Zunächst ist hierbei einschränkend zu bemerken, dass sie beide die Kursbewegung nur insofern unangenehm empfinden, als diese ihrem Interesse widerspricht. Abgesehen von solchen Konjunkturen oder Situationen sind sie warme Freunde einer Kursveränderung. Die preussische Finanzverwaltung hat einstmals die Kurssteigung und Zinssenkung (um 1—1½ pCt.) natürlich mit grosser Genugtuung aufgenommen. Aber auch abgesehen hiervon, ob erwünscht oder unerwünscht, sind die Kursschwankungen etwas Unvermeidliches. Man darf nicht einmal sagen, sie seien ein unvermeidliches Uebel. Allenfalls darf man behaupten, dass die fortschreitende Wertfestigkeit (und nicht bloss für die Staatspapiere) ein anzustrebendes Ziel sei. Wie weit wir aber heute noch davon entfernt sind, zeigt das Erlebnis an den Staatspapieren ersten Ranges. Die Mittel, die uns einem solchen Ziele näher bringen können, führen auf sehr verschlungenem Wege bergan. Besonders hüte man sich vor dem Wahne, dass die Staatsgesetzgebung imstande sei, sich selber und ihren Gläubigern diesen — etwaigen — Wunsch zu erfüllen. So weit wie von dem nominellen Zinsfuss der Staatsanleihen sich der effektive Zinsfuss entfernt, ebenso weit entfernt sich die Kursbewegung der grossen Kapitalmärkte von der geraden Linie einer solchen Velleität.

VII.

Die Gemeinschaft des Schicksals in dem Rückgange des Kurses der Staatspapiere, die wir mit (dem lange Zeit als beneidetes Vorbild angerufenen) England erfahren haben, erledigt von selber so manche Selbstbezichtigung, die bei uns üblich geworden ist angesichts der Art und des Umfanges unseres Schuldenwesens. Fehler der Emissionstechnik, ruheloser Bedarf an neuen Schuldaufnahmen für Reich und Staat, andererseits Mangel der im Auslande längst bestehenden öffentlichen Einrichtungen für die Kapitalanlage in heimischen Staatspapieren. Die Emissionstechnik kann immer nur eine momentane Wir-

kung haben und niemals eine erhebliche. Auf die Dauer treten sehr bald die tieferen Gründe der Kursgestaltung in ihr Recht. Und was die Menge der an den Markt gebrachten Anleihen betrifft, so ist der Rückgang des Kurses für englische Konsols dadurch nicht aufgehalten worden, dass die Summe der englischen Staatsschuld in den Jahren 1903—1911 von 771 Mill. Lstrl. auf 685 Mill. zurückgegangen ist.

Auch die Einführung der Postsparkassen in England (1861), die ihre Einlagen in englischen Konsols anzulegen haben (1910: 23 Mill. Lstrl.), ist von jeher ohne bemerkbar steigenden Einfluss auf den Kurs geblieben. In den Jahren 1858—1860 standen die 3proz. Konsols auf 97, 95, 94 pCt. (im Durchschnitt jedes der 3 Jahre); aber in den Jahren 1862—1866: 93, $92^1/_2$, 90, $89^1/_2$, 88 pCt.

Schon im Jahre 1906 wurde durch die preussische Staatsregierung den beiden Häusern des Landtages ein Entwurf vorgelegt, der von dem Hause der Abgeordneten verworfen wurde, und ist jetzt im wesentlichen wiederholt worden, mit der Vorschrift, dass die öffentlichen Sparkassen von ihrem verzinslich angelegten Vermögen mindestens 20—30 pCt. in mündelsicheren Inhaberpapieren, davon drei Fünftel in Schuldverschreibungen des Reichs und Preussens, anzulegen haben. Der in die erste Reihe gestellte Grund dafür soll die Liquidität der Sparkassen sein, während gleichzeitig anerkannt wird, dass neuerdings in den Kreisen der preussischen Sparkassenverwaltungen freiwillig für die Erhöhung der Liquidität gesorgt ist, dass der Vorstand des Deutschen Sparkassenverbandes bei den Emissionen von 1909 und 1910 durch Sammlung von Zeichnungen bei den deutschen Sparkassen für diese den Erwerb von 86 Millionen Mark Reichs- und Staatsanleihen vermittelt hat. Die Staatsbehörden haben vermöge ihres Aufsichtsrechts diese freiwilligen Bestrebungen unterstützt, indem sie denjenigen Sparkassen, die sich statutarisch zur Anlage von 20—30 pCt. ihres Vermögens in Inhaberpapieren verpflichteten, eine langsamere Ansammlung des Reservefonds und eine stärkere Verwendung der Zinsüberschüsse gestatteten. Dieses Abkommen ist mit 217 preussischen Sparkassen getroffen worden. Die Folge war, dass der Ankauf von Inhaberpapieren durch preussische Sparkassen gestiegen ist von 89 Millionen Mark im Jahre 1906, 35 Mill. Mark 1907, 83 Mill. Mark 1908, auf 219 Millionen Mark im Jahre 1909 und 163 Millionen Mark im Jahre 1910. Da aber gegenüber einem Teile der Sparkassen dieser Modus der Einwirkung versagt hat, so sieht sich die Staatsregierung, wie sie ausführt, zu dem erneuten Versuch veranlasst, den Zwang einzuführen.

Der Gesamtbesitz der öffentlichen preussischen Sparkassen an Inhaberpapieren betrug 1910 bereits 24,95 pCt. ihres zinsbar angelegten Vermögens. Er überschreitet also bereits die Mindestgrenze, die der neue Entwurf anstrebt. Das kommt daher, dass mehrere Provinzen über diesen Durchschnitt wesentlich hinausgehen, während andere hinter der beantragten Mindestgrenze zurückbleiben. So Westfalen und Schleswig-Holstein (12,97 und 6,04 pCt.). Andere stehen gerade auf der Grenze (Hannover 19,79 pCt., Rheinprovinz 20,72 pCt). Im ganzen haben 573 Sparkassen schon heute über 20 pCt. Inhaberpapiere, weitere 265 haben 15—20 pCt. Es bleiben 185, die nur 5—10 pCt., 112, die nicht über 5 pCt., und 70 Sparkassen, die überhaupt keine Inhaberpapiere haben.

Nun ist die Frage der Liquidität (die ohnehin uns bei gegenwärtigem Anlass nicht beschäftigt) nur die eine Seite der Sache. Der andere Zweck des Entwurfes ist (gerade wie bei dem älteren Entwurf vom Jahre 1906) die Stärkung der Nachfrage für Staats- und Reichsanleihen. Hierzu ist unsererseits zu bemerken, dass im Sinne der voraufgegangenen allgemeineren Erwägungen jede Massregel zu diesem Zwecke von zweifelhaftem Werte ist, es sei denn, dass wir der Finanzverwaltung jedes Staatswesens die Berechtigung zuschreiben dürfen, für Herabsetzung des Zinsfusses ihrer Anleihen im Dienste des gemeinen Besten, d. h. der Verminderung der Ausgaben, zu wirken. Ob diese besondere Massregel zum Ziele führt, ob der dadurch erzwungene Ankauf von Anleihen für die Steigerung des Kurses wirksamer werden könnte als die bisher in Preussen, unfreiwillig oder freiwillig oder halbfreiwillig erfolgten, im Auslande z. T. erzwungenen Ankäufe gewirkt haben — das steht dahin. Hierzu kommen die Zweifel, ob die Beschränkung der Anlage in lokalem Hypothekenkredit zugunsten der Anlage in Staatspapieren hinreichend gerechtfertigt wird durch den Grund gesteigerter Liquidität. Zu den ausserordentlichen Zeitpunkten, für die jene vermeintlich erhöhte Liquidität gerüstet sein soll, sind die Staatspapiere ihrerseits der Entwertung ausgesetzt. Und die Sparkassen, die nach den Wünschen der Staatsregierung im Laufe der Jahre Staatspapiere erworben haben, sind schon in den Friedensjahren an die Entwertung gewöhnt worden, die durch ihre Ankäufe nicht hat aufgehalten werden können. Ende 1910 besassen die preussischen Sparkassen 2582 Millionen Mark an Inhaberpapieren, auf denen nach dem damaligen Kurse gegenüber dem Ankaufspreise ein Verlust von 149 Millionen Mark lag. Bei den Postsparkassen des Auslandes fällt solch ein Verlust auf die Staatskasse; bei uns in Deutschland auf die kommunalen Körperschaften.

„Wenn wir den Kurs der Staatsanleihen heben, so nützen wir auch den Sparkassen“ — so wurde neulich im Abgeordnetenhause von amtlicher Stelle gesagt. Der Zweifel richtet sich gegen das Wenn. Bisher hat die indirekte Nötigung der Sparkassen durch die Behörden zum Ankaufe von Staatspapieren nicht die Hebung des Kurses zur Folge gehabt. Warum sollte der direkte Zwang des Gesetzes sie haben?

Und wird die Ausdehnung des Zwanges auf die Versicherungsanstalten einen grössern Erfolg haben? Das Reich hat in der Reichsversicherungsordnung und in dem Gesetz betreffend die Versicherung der Privatangestellten bestimmt, dass ein Viertel der Fonds in heimischen Reichs- und Staatsanleihen anzulegen ist. Den privaten Versicherungsgesellschaften gegenüber schweben Erwägungen der vorbereitenden Instanzen für die Reichsgesetzgebung. Die preussische Gesetzgebung hat in dieser Richtung bereits einen Schritt getan, indem sie die öffentlichen Feuerversicherungsgesellschaften gesetzlich gezwungen hat, ein Viertel ihres Reservefonds in preussischen Staatspapieren anzulegen.

Das Programm ist scheinbar überzeugend: einen grösseren Kreis von Abnehmern für die Staatsanleihen schaffen durch gesetzliche Vorschrift oder auf ähnlichem Wege; dagegen möglichst zurückhaltend sein mit Ausgabe neuer Anleihen. Auch abgesehen von den Zweifeln an der zweiten Hälfte dieses Programms, das ja nicht neu und immer wieder durch die Tatsachen (zumal im Reiche) widerlegt worden ist — auch abgesehen hiervon, ist es keineswegs sicher, dass durch jenen grösseren Kreis fester Abnehmer der Staats- und Reichsanleihen deren Kurs gehoben werden wird. Nicht diese festen Abnehmer allein bestimmen den Kurs, sondern die Gesamtheit der Käufer, die für die Unterbringung der Gesamtheit der Anleihen erforderlich ist. Die etwaige Kurserhöhung, welche durch die Ankäufe der festen Abnehmer herbeigeführt wird, kann die nicht festen Abnehmer vom Kaufe abhalten und zur Kapitalanlage in anderen Papieren veranlassen. Wie der Verlauf der Dinge sich gestaltet, das lässt sich nur experimentell

(und auch dann nur schwer) feststellen. Die bis jetzt gemachten Erfahrungen an dem Einflusse der festen Abnehmer auf den Kurs der Staatsanleihen scheinen nicht viel zu versprechen. Nicht die Erfahrungen des Auslandes, nicht die Erfahrungen des Inlandes.

In der Sitzung des Herrenhauses vom 27. März ist die Vorlage der Staatsregierung betreffend die „Anlegung von Sparkassenbeständen in Inhaberpapieren" zur Annahme gelangt. Unter denen, die ihrer abweichenden Ansicht Ausdruck gaben, ist von hervorragendem Gewicht die Stimme von Adolph Wagner, der ersten wissenschaftlichen Autorität im Finanzwesen. Er sagt in der Hauptsache das gleiche, wie das was ich im vorstehenden (und nicht zum ersten Male) gesagt habe. Wer aber in dieser Uebereinstimmung der „Theoretiker" den Beweis dafür sieht, dass die entgegengesetzte Ansicht der Praktiker die richtige ist, dem wünsche ich, dass seine Ueberzeugung dieses Mal auch im Abgeordnetenhause (anders als im Jahre 1906) die Oberhand gewinnen möge, damit wir in einigen Jahren uns über die Erfolge des neuen Gesetzes unterhalten können.

Eine Kritik der im Herrenhause gehaltenen Reden wäre kaum imstande, etwas Neues zu sagen. Für Einzelheiten steht das Bedenken im Wege, dass der amtliche stenographische Bericht mir noch nicht vorliegt. Mit diesem Vorbehalte möchte ich zwei Worte zu den Aeusserungen eines angesehenen Praktikers sagen, der für die Vorlage eingetreten ist. „Was England angeht," — sagt er — (Tag, 28. März) „so ist behauptet worden, die dortigen Konsols wären gefallen, trotzdem die Sparkassen nur Konsols kaufen. Das ist eine schiefe Beurteilung der Sache: die englischen Konsols sind in der Zeit im Zinsfuss herabgesetzt worden, der Burenkrieg hat Unsummen verschlungen, und es fällt in dieselbe Zeit eine Aenderung der Gesetzgebung, welche die Konsols ihrer bisherigen Vorrechtsstellung auf Andringen bestimmter grosser Interessengruppen entkleidete. Dadurch gingen die Konsols und mit ihnen alle übrigen Papiere, die die Konsols verdrängten, herunter. Auch hat die Tilgung der Konsols allmählich aufgehört, und das ist die nachgewiesene Hauptursache ihres starken Kursfalles."

Hierzu folgende Bemerkungen. Wenn bei den zeitlichen Vergleichungen des Kurses der Konsols die Zinsherabsetzung von 3% auf $2^3/_4$%, zuletzt auf $2^1/_2$% hier und da übersehen worden ist, so gilt das keineswegs für jeden, der an der fraglichen Erörterung sich beteiligt hat. Wer ein wenig sich mit englischen Finanzverhältnissen beschäftigt hat, kennt den handlichen, jährlich erscheinenden, amtlichen „Statistical Abstract", in dem alle solche Dinge leicht zu finden sind. Er kennt auch tiefergehende amtliche Quellen. Daraus entnimmt er nicht bloss, dass „der Burenkrieg Unsummen verschlungen hat" — sondern er führt diese unbestimmte Behauptung auf deutliche Zahlen zurück. Alsdann ergibt sich das Folgende:

Die fundierte Schuld (Konsols) betrug im Jahre 1886: 639 Mill. Pfd. und die gesamte öffentliche Schuld 745 Mill. Der niedrigste Stand wurde im Jahre 1900 erreicht, nämlich 552 Mill. für die fundierte Schuld, und 639 Mill. für die gesamte Schuld. Im Jahre 1903 waren beide Summen wieder gestiegen auf 640 Mill. und 798 Mill. Dies war der höchste Punkt. Seitdem ist die Schuld beständig gefallen. Sie stand am Ende des Finanzjahres 1911 auf 610 Mill. und 733 Mill. Pfd. Die Tilgung der Konsols hat nicht „allmählich aufgehört", es hat vielmehr eine jährliche, fortschreitende und sich steigernde Tilgung bis zuletzt stattgefunden. Daher kann das auch nicht „die nachgewiesene Hauptursache ihres starken Kursfalles" sein.

Welche Gesetzgebung das gewesen ist, die die Konsols ihrer bisherigen Vorrechtstellung beraubt haben soll — das müsste deutlicher gesagt werden. Die Behauptung ist so neu, dass sie in dieser Gestalt nicht genügt. Vollends ist der Satz „dadurch gingen die Konsols, und mit ihnen alle übrigen Papiere, die die Konsols verdrängten, herunter" — so fragwürdig, dass die Wiedergabe in dem Parlamentsbericht auf ihre Korrektheit angezweifelt werden muss.

Indessen genug davon — bis auf weiteres.

Von der Diskontpolitik zur Beherrschung des Geldmarktes.

Von Prof. Dr. Johann Plenge, Leipzig[1]).

I.

Der § 12 des Bankgesetzes gibt der Reichsbank die bekannte Aufgabe, „den Geldumlauf im gesamten Reichsgebiete zu regeln, die Zahlungsausgleichungen zu erleichtern und für die Nutzbarmachung verfügbaren Kapitals zu sorgen". Man muss sich diesen einfachen Wortlaut vergegenwärtigen, um zu erkennen, was es eigentlich bedeutet, wenn wir heute den Reichsbankpräsidenten den Grossbanken mit den Forderungen gegenübertreten sehen, ihren Barbestand zu verdoppeln, die Bedingungen ihrer Börsenvorschüsse wesentlich zu verändern, die Akzeptprovision heraufzusetzen und die allzu scharfe Konkurrenz ihrer Depositenkassen abzustellen. Davon steht nichts im Gesetz. Der Gesetzgeber des Bankgesetzes hat von solchen Dingen nicht geträumt, und es wird kaum möglich sein, eine Stelle des Bankgesetzes so zu interpretieren, dass auch aus ihr die Gewährung so weitgehender Kompetenzen an die Reichsbankleitung herausgelesen werden kann. Aber die Reichsbank hat die Macht zu einem solchen Vorgehen. Und was beinahe noch bedeutsamer ist, es wird ihr nicht bestritten, diese Macht zu gebrauchen. Ja die Finanzpresse hat die Ausübung dieser Macht zum Teil mit lebhafter Freude begrüsst. Wie es denn überhaupt als charakteristisch bezeichnet werden kann, dass in den nächstbeteiligten Kreisen eine grosse Bereitschaft besteht, die Forderungen der Reichsbank sachlich zu würdigen[2]). Wie uns scheint, geht die Bereitschaft, sich der Reichsbank zu unterwerfen, sogar erheblich zu weit.

Halten wir zunächst daran fest, dass wir im Bank-

---

[1]) Redaktionelle Notiz. Nachdem das Mitglied des Reichsbank-Direktoriums Herr Geh. Oberfinanzrat Dr. v. Lumm, seiner Auffassung der wichtigsten Fragen der heutigen Bank- und Kreditprobleme in 4 Nummern des Bank-Archivs Ausdruck verliehen hat, ist der Redaktion von Herrn Prof. Dr. Johann Plenge der vorliegende erste Artikel einer Reihe von drei Artikeln zugegangen. Ohne ihrerseits zu den Ausführungen der Herren Verfasser in irgend welcher Weise Stellung zu nehmen, sprechen Herausgeber und Redaktion die Hoffnung aus, daß diese Diskussion auf die Lösung der umstrittenen, einer sorgfältigen Prüfung bedürftigen Probleme nicht ohne klärende Wirkung bleiben wird. Gegenüber der in diesem ersten Artikel von Herrn Prof. Dr. Plenge vorgetragenen Ansicht, dass ein legislatorisches Vorgehen der bisherigen Behandlung der Angelegenheit durch die Reichsbank vorzuziehen sei, müssen wir jedoch der Ueberzeugung Ausdruck geben, dass vielmehr die bisherige, formelle Behandlung des Problems durch die Reichsbank dem allgemeinen Interesse entsprochen hat.

[2]) Um so merkwürdiger wirkt ein Aufsatz über „Krediteinschränkung und Barreserven der Banken" in der Kreuz-Zeitung vom 19. März 1912, in dem, sogar unter Angabe einer Seitenzahl, dem Herausgeber des Bank-Archivs vorgeworfen wird, er „negiere rundweg" in seinem Buche über die deutschen Grossbanken (4. Aufl. 1912) alle Missstände der Bankkonzentration und jede Kreditüberspannung in Deutschland. Das Zitat ist für jeden Leser des Riesserschen Buches offenkundig unrichtig. Das direkte Gegenteil ist der Fall.

gesetz keinen Anhalt für das Vorgehen der Reichsbank finden.

Gerade die Reichsbank ist ein interessanter Beweis dafür, wie wenig in einem Gesetz davon stehen kann, was in der Praxis das Allerwichtigste ist, und wie wenig für die Praxis manches bedeutet, was im Gesetz einen grossen Raum einnimmt. Im Bankgesetz ist von „Diskontpolitik“ überhaupt nicht die Rede, was demjenigen unglaublich vorkommen dürfte, der die langen Aufsätze des Herrn v. Lumm gelesen hat. Und das Notenkontingent, durch das von Gesetzes wegen eine gewisse Regulierung der Diskonthöhe erreicht werden sollte, hat bekanntlich für die Diskontpraxis der Reichsbank niemals einen erheblichen Einfluss gehabt. Aber in beiden Fällen hält sich die Bank gleichwohl an die gesetzliche Grundlage, sie zahlt ihre Steuer, wenn sie ihr Kontingent überschreitet, und wenn auch das Wort Diskontpolitik noch fehlt, so hat man die Sache auf Grund der für alle Zentralbankpolitik so wichtigen Erfahrungen der englischen Krisen der 50er und 60er Jahre bei dem Erlass des Bankgesetzes deutlich genug im Sinn gehabt.

Der neue Schritt aber, den man wohl am besten als tatsächliche Weiterbildung unserer Kreditverfassung bezeichnet, lässt nicht nur die Vorschriften des Gesetzes als zu eng hinter sich zurück und erweitert die alte Tätigkeit zu einer seinerzeit nicht vorgesehenen Oberleitung des ganzen Kreditwesens. Es ist ein völliger Bruch mit dem alten Geist des Gesetzes. Gewiss schafft das Bankgesetz eine grosse halbstaatliche Zentralbank, die das Notenmonopol haben soll. Aber sein Geist ist nicht monopolistisch. Freies Wirtschaftsleben mit möglichst geringem Einfluss des Staates und nur als Ausnahme die grosse Notenbank, die aber auf keinen Fall versuchen soll, die „natürlichen“ Gesetze des Verkehrs zu vergewaltigen. Das war der Geist der 70er Jahre. Man wollte kein Organ schaffen, das „die Herrschaft über den Geldmarkt“ haben sollte oder beaufsichtigend und regulierend in die Tätigkeit der Konkurrenz eingreifen oder gar die Konkurrenz auffordern, sich zu einem Preiskartell zusammenzuschliessen. Die Politik der Reichsbank wird gegenwärtig aus dem Geist des organisierten Hochkapitalismus erneuert.

An solchen überraschenden Entwicklungen, wenn eine alte Institution einen neuen Geist, neue Ziele und neue Aufgaben bekommt, lässt sich am besten erkennen, dass eine Geschichtsepoche abgelaufen ist: jene individualistische Volkswirtschaft der 70er Jahre gehört der Vergangenheit an. Aber die wichtigste Bedeutung des Umschwungs liegt nicht darin, dass das Alte vergangen ist, sondern dass das Neue da ist, dass eine neue wichtige und bedeutsame Epoche unseres Wirtschaftslebens begonnen hat, eine Periode der grossen Organisation und der Versuche, das Ganze des wirtschaftlichen Getriebes planvoll und bewusst zu beeinflussen und zu leiten. Man braucht diese Zeit nicht zu lieben, aber man muss sehen, dass sie da ist und fortschreitend weiter verwirklicht wird. Es ist üblich geworden, in Erinnerung an die straffe Regulierung des Wirtschaftslebens durch den alten Staat von ihr als von „Neomerkantilismus“ zu sprechen. Andere ziehen die Bezeichnung „Sozialismus“ vor, um das Kind beim rechten Namen zu nennen. Damit meint man folgenden Kontrast. Während die agitatorische Phrase in der Presse und in der Volksversammlung Wunderdinge von einem geträumten Sozialismus verheisst, rückt das harte Gebilde der ganz anders gearteten „sozialistischen“ Wirklichkeit näher und näher, und die entscheidenden Fortschritte werden kaum bemerkt. In diesen Zusammenhang gehört die Herrschaft der Reichsbank über den Geldmarkt.

In dem fortschreitenden Zusammenschluss unseres Wirtschaftslebens zu immer grösseren organisatorischen Gebilden ist eine festere Zusammenfassung der Kreditorganisation und auch schon der erste Versuch, den Willen einer mächtigen Zentralstelle auf die vorläufig noch recht selbständigen Glieder übergreifen zu lassen, von ganz besonderer Bedeutung. Nicht nur weil der Kapitalmarkt der Mittelpunkt des ganzen Kapitalismus ist. Das Banknotenmonopol hat von Anfang an gemeinwirtschaftliche Ziele gehabt, die Zentralbank hatte im Interesse des Ganzen das Geldwesen zu hüten, ohne ihren grossen Einfluss auf den Markt für blosse Erwerbsabsichten zu missbrauchen. Was sich also unter ihrer Leitung zusammenschliesst, scheint zu einem System der gemeinschaftlichen Verleihpolitik und Marktbeherrschung führen zu müssen, das mit seinem amtsmässigen volkswirtschaftlichen Verantwortungsgefühl an anderen Stellen vorbildlich werden kann. Wir hören von dem politischen Schreckensgespenst des „money trust“ in den Vereinigten Staaten. Wäre aber ein von der Reichsbank beaufsichtiges und geleitetes, straff reglementiertes Bankkartell etwas sehr anderes? Die Organisationsform und der innere Geist der Organisation ist hier und dort gewiss verschieden, aber die wiederkehrende Aufgabe ist die einheitliche Zusammenfassung des Geldmarktes. In dieser Möglichkeit liegt das erstaunliche Interesse des neuen Vorgehens, und in unserer Zeit des rastlosen Werdens wird man immer wieder versuchen, den Möglichkeiten einer kaum begonnenen Entwicklung nachzukommen. — Gewiss, bis jetzt ist es ein schüchterner Versuch, von dem es zweifelhaft ist, was dabei herauskommt. Aber gerade Anfänge und Versuche, deren Ende noch nicht abzusehen sind, reizen die Neugier. So viel ist sicher, ein neuer Wille zur Organisation sucht sich an einer Stelle Bahn zu brechen, wo es besonders wichtig ist, nicht nur den möglichen Erfolg und die Zweckmässigkeit der vorläufigen Pläne zu überlegen, sondern die Keime wichtiger Neubildungen in den ersten Anfängen zu erkennen. Man braucht auch gar kein Phantast zu sein, um über diese Fragen nachzudenken. Wer sich vergegenwärtigt, wie die Kritik des Herrn v. Lumm in der vorigen Nummer dieser Zeitschrift fast den ganzen Geschäftsbetrieb der Kreditbanken, dazu auch das Vorgehen der Sparkassen, Genossenschaften und Versicherungsanstalten erörterte und überall vom Standpunkt der Reichsbank seine Forderungen stellte, sieht, wie wir fürchten, dieselbe Frage der möglichen Weiterentwicklung nicht als das fesselnde Schauspiel eines grossen historischen Organisationsprozesses, sondern als die drohende Gefahr eines manchmal etwas voreilig bemängelnden und mit etwas einfachen Rezepten arbeitenden Reglementierungsstrebens, das schon immer hätte kommen können, wenn von einer Ausdehnung des Bankgesetzes gesprochen wurde, und das jetzt wirklich kommt und immer weiter vordringen kann, nachdem die Reichsbank diese Reglementierung des privaten Bankwesens in den Kreis ihrer Obliegenheiten gezogen hat. Das Ding kann noch weiter gehen. Die Tendenz dazu ist da. Und wenn man auch prinzipiell das grösste Vertrauen zur Leitung der Reichbank haben kann, dass sie sich bemühen wird, die neue Anwendung ihrer Macht, zu der sie sich entschlossen hat, nicht kurzsichtig zu missbrauchen oder bureaukratisch zu übertreiben, so ist doch der Hauptpunkt der, dass sie von der blossen Diskontpolitik zur organisatorischen Beherrschung des Geldmarktes fortgeschritten ist. Das ist etwas vollkommen Neues, und hat so oder so nicht nur eine Gegenwart, sondern auch eine Zukunft.

Was den Vätern des Bankgesetzes unerhört gewesen wäre, erscheint uns beinahe selbstverständlich. Wir sind es gewohnt, dass die Macht über den Markt gebraucht wird, um in den Geschäftsbetrieb der Abnehmer regle-

mentierend einzugreifen. Das tut das Kohlensyndikat, das tut der Stahlwerksverband, und wenn es jetzt auch die Reichsbank tut, so lernt sie nur die Methoden einer Abnehmer- und Konkurrenzpolitik anwenden, die üblich geworden sind. Es ist überhaupt für die ganze Frage der Diskontpolitik sehr klärend, wenn man sich deutlich macht, dass die Zentralbank unter höchst eigenartigen Marktbedingungen das aus gemeinwirtschaftlichem Geiste zu tun sucht, was die Kartelle und Trusts in ihrem Wirtschaftsgebiet aus privatwirtschaftlichem Geiste tun, Preisregulierung und Marktbeherrschung. Man lernt damit einen doppelten Ausgleichsprozess als eine geschichtliche Notwendigkeit verstehen; das alte halbstaatliche Banknotenmonopol lernt die Methoden der privaten Marktgewalten anwenden, während der volkswirtschaftliche Amtscharakter der Zentralbank ein Vorbild für das Verantwortungsbewusstsein der neuen Grossorganisationen abgeben kann. Wenn das eine ein frommer Wunsch ist, ist das andere Tatsache. Die Reichsbank treibt Abnehmer- und Konkurrenzpolitik wie irgend ein Kartell, und man wundert sich bei ihr heute deshalb nicht darüber, weil man bei den Kartellen das Wundern über eine solche Machtpolitik verlernt hat. Gerade die nächst beteiligten Kreise finden es ganz natürlich, dass auch an dieser Stelle des Wirtschaftslebens das geschieht, was an so vielen anderen gang und gäbe geworden ist.

Es kommt ja hinzu, dass die gemeinwirtschaftliche, auf das Wohl des Ganzen gerichtete Absicht der Reichsbank unverkennbar ist. Gewiss, man darf behaupten, dass sie die Barbestände der Kreditbanken nicht um der Depositengläubiger willen reglementiert, sondern um ihres eigenen Goldvorrats willen. Das ganze Vorgehen ist nur aus einem dringenden Selbstinteresse der Reichsbank zu begreifen, es ist im Grunde ein Ruf nach Gold. Aber das Selbstinteresse des zentralen Organs unseres Geldwesens ist ohne weiteres berechtigt, und ein Teil der von ihr angegriffenen Zustände sind offenbare Missstände, die von den Kreditbanken deren eigenen Bewusstsein nach toleriert, wenn nicht geschaffen sind. Darum hält man still, und das um so mehr, weil man eine Erledigung unter der Hand in schiedlicher Auseinandersetzung mit der Reichsbank für das eigene Selbstinteresse für ungefährlicher hält, wie eine Reglementierung durch die Organe der Gesetzgebung.

So sehr es also zu begreifen ist, dass die Leitungen der Kreditbanken ohne viel Aufhebens etwas tun, was einem Bamberger oder einem G. von Siemens beinahe als prinzipielle Unmöglichkeit vorgekommen sein dürfte, so ist es doch sehr verwunderlich, dass die weitere Oeffentlichkeit demselben Vorgange mit der gleichen Selbstverständichkeit zusieht, und dass abgesehen von den mehr technischen Erörterungen im Handelsteil, von der ganzen Sache in der Presse kaum die Rede gewesen ist.

Denn wenn zwei dasselbe tun, ist es doch nicht ohne weiteres dasselbe. Wenn das Kohlensyndikat den Kohlenhandel reglementiert, so wird zwar genau so ein wichtiger Teil unseres Wirtschaftslebens unter praktisch zwingende allgemeine Normen gestellt, wie wenn die Reichsbank den Kreditbanken ihre Ansichten von solidem Geschäftsbetrieb als verbindliche Regeln aufzulegen sucht, beides ist somit Gesetzgebung unter der Hand. Denn das ist ja das Eigentümliche unserer organisatorischen Wirtschaftsperiode. dass allgemeine Einrichtungen und Institutionen in grossen und wichtigen Teilen der Volkswirtschaft durch andere als die zur Gesetzgebung berufenen Organe planmässig durchgeführt werden und auf diese Weise Bestimmungen zur allgemeingültigen Verwirklichung gelangen, die ganz anders in das Leben und die Entwicklung der Nation eingreifen als manches Gesetz. Wir trösten uns damit, dass das grosse historische Notwendigkeiten sind. Das ist die geläufige Entschuldigung dafür, dass man der grossen Umgestaltung ruhig zusieht. Aber in der Tat pfuschen die grossen Kapitalmächte dem Staat ins Handwerk und schaffen da in ihrer Weise Ordnung und Gesetz, wo die politische Gewalt unschlüssig zaudert.

Aber es ist doch etwas anderes, wenn ein grosses halbstaatliches Organ dem Staate ins Handwerk pfuscht und weit über sein nächstes Arbeitsgebiet hinaus dem Wirtschaftsleben durch „ein grosses Reformwerk“ Gesetze gibt.

Hat der Reichsbankpräsident die verfassungsmässige Aufgabe, ein Surrogat für ein Depositenbankgesetz zu schaffen? Ist er die Instanz, der es obliegt, die Kartellbildung im Grossbankbetriebe zu fördern? Gehört es zu seiner Kompetenz, so stark in den Börsenverkehr einzugreifen wie nur irgend ein Börsengesetz? Das sind doch eigentlich alles staatsrechtliche Unmöglichkeiten, und dass sie so gut wie unbemerkt vorübergehen, zeigt, dass es an der Politisierung der deutschen Oeffentlichkeit noch ganz erheblich fehlt.

Wir haben gesehen, welche Gründe die Grossbanken dafür haben, sich nicht auf den Boden des Rechtes zu stellen und bei aller Bereitschaft zu sachlichen Reformen das eingeschlagene Verfahren einer Reglementierung durch ein freiwilliges Aufsichtsorgan zurückzuweisen. Es ist ja auch ein Niederschlag der Stimmungen der Bankenquete, dass die Reichsbank von sich aus die Missstände unseres Kreditsystems zu bessern suchen solle. Aber es ist zweifelhaft, ob es vom Interessenstandpunkt der Banken klug war, den genau fixierten Rechten einer etwa durch Gesetz eingeführten Bankaufsicht die dehnbaren und willkürlich zu steigernden Reglementierungsansprüche der Reichsbank vorzuziehen, bei denen man zwar weiss, womit sie beginnen, aber nicht, womit sie enden. Und es ist kaum zweifelhaft, ob es dem volkswirtschaftlich wünschenswerten Kräfteverhältnis entspricht, wenn sich die Grossbanken der Reichsbank gar zu gefügig unterordnen. Denn in der arbeitsteiligen Organisation unseres Kapitalmarktes sind sie mit ihren anders gearteten Aufgaben genau so notwendig und genau so nützlich wie die Reichsbank, dem Umfang ihrer Kredite nach sind sie als Gesamtorganisation erheblich bedeutender, und was die Hauptsache ist, ihre Tätigkeit ist mindestens so kompliziert und so verantwortlich wie die der Zentralbank. Sie müssen es lernen, bei dieser Tätigkeit das volle Bewusstsein ihrer volkswirtschaftlichen Verantwortung zu haben. Aber sie sollen sich ihrer selbständigen Bedeutung auch bewusst bleiben. Das Ziel kann nur ein Zusammenarbeiten von Kreditbanken und Zentralbank sein, aber in keiner Weise einfache Unterordnung. Deswegen erscheint es als ein organisatorischer Fehler, wenn die Reichsbank durch Gesetz das Aufsichtsorgan unseres Bankwesens würde, und es ist auch nicht gerade gut, dass die Kreditbanken die Entwicklung in dieser Richtung unter der Hand beginnen lassen.

Während also sonst die Nächstbeteiligten zu schreien pflegen, wenn ihnen ein öffentliches Organ ohne gesetzliche Unterlage stärkere Eingriffe in ihren Geschäftsbetrieb zumutet, ist es diesmal still.

Aber haben nicht auch die Mitglieder des Parlamentes an diesen Dingen ein Interesse? Dass der Reichsbank Direktiven gegeben wären, an Stelle des Reichstags Börse und Depositenbankwesen zu ordnen, ist nicht bekannt. Man sollte meinen, dass selbst Parlamentarier, die einer kräftigen Bank- und Börsengesetzgebung geneigt sind, energisch dagegen protestieren würden, dass ein Verwaltungsorgan nach seinen Gutdünken die Tätigkeit des gesetzgebenden Körpers übernimmt. Aber auch da-

von ist es still, und alle Welt scheint bei uns das ganz selbstverständlich zu finden, was in England oder Amerika mit verblüfftem Erstaunen aufgenommen würde. So fremd sind unseren Politikern die wichtigsten Probleme der werdenden hochkapitalistischen Organisation, so froh sind sie, wenn diese verwickelten Fragen von den Beteiligten privatim abgemacht werden! Man muss darum in aller Schärfe sagen, dass der parlamentarische Staat und die alte Bureaukratie den neuen Organisationsformen und Organisationsaufgaben des Wirtschaftslebens mit erschreckender Hilflosigkeit gegenüberstehen. Das ist zwar keine neue Einsicht. Aber dass man achtlos zusieht, wenn es sich um eine recht tiefgreifende Neuordnung unseres Kapitalmarktes handelt, ist ein besonders drastischer Beweis dafür, dass die politischen Organe unserer modernen Gesellschaft den durch die Entwicklung ihres wirtschaftlichen Körpers gestellten Aufgaben nicht mehr voll entsprechen. Gerade darin findet die wagelustige Initiative des Reichsbankpräsidenten ihre beste Entschuldigung. Er unternimmt das zu leisten, wozu die eigentlich dazu berufenen Instanzen nicht recht imstande sind.

Das möchte ja sein, wenn die ganze Angelegenheit sozusagen unter vier Augen, zwischen Reichsbankpräsidium und Kreditbanken abgemacht werden könnte und in der Tat weiter niemand anginge als diese Nächstbeteiligten. Auf die etwa geschädigten Spekulanten, die durch Einschränkung der Börsenkredite getroffen werden könnten, sollte es uns noch verhältnismässig wenig ankommen, aber vergisst man denn ganz, dass eine grosse Krediteinschränkung, die, wenn auch im Verlauf von mehreren Jahren, die in fast zwei Jahrzehnten eingerissenen Missstände kurieren soll, eine Massregel von der weitgehendsten Wirkung auf zahlreiche Erwerbskreise und eine Massnahme von grösstem öffentlichen Interesse ist? Derartige Dinge macht man nicht unter der Hand ab. Und man überlegt die Interessen derer, die die Kosten der Reformmassregel endgültig zu tragen haben. Gerade wenn die Reichsbank die von ihr im Interesse ihres Goldbestandes betriebene Erhöhung der Barbestände den Kreditbanken dadurch schmackhaft zu machen sucht, dass sie ihnen eine ganze Reihe von Massregeln nahe legt, um den Ausfall an Gewinn durch Erhöhung ihrer Forderungen und Ermässigung der von ihnen gewährten Zinsen auf ihre Kunden zu überwälzen, wird es geradezu zur Pflicht einer Institution mit gemeinwirtschaftlichen Aufgaben, die Wirkungen dieser Kreditbeschränkung und Kreditverteuerung auf die Kunden der Banken und auf den Gang unseres Wirtschaftslebens mit aller Sorgfalt zu erörtern. Da klafft eine etwas auffällige Lücke in den langen Ausführungen des Herrn v. Lumm. Hören wir, mit welcher Leichtigkeit er (S. 185) durch Krediteinschränkung so viel Bargeld aus der Zirkulation heraus und in die Kassen der Banken hineinzaubern möchte, dass eine wesentliche Verbesserung des Status der Reichsbank eintritt.

„Jedermann weiss, dass der starke und steigende Bedarf nach Zahlungsmitteln, der die Reichsbank zu den hohen Diskontsätzen zwang, in der Hauptsache durch die Entnahmen seitens der Banken hervorgerufen wurde. Die Banken sahen sich zu dieser steigenden Inanspruchnahme der Reichsbank durch die immer stärker werdende Ausdehnung ihrer Kreditgewährung mitveranlasst. Werden diese Kredite — es handelt sich immer nur um übermässige und volkswirtschaftlich ungesunde Kredite — eingeschränkt, d. h. die laufenden allmählich zum Teil zurückgezogen, besonders aber neue in vorsichtigerer Weise und deshalb in geringerem Umfang gewährt, so werden bare Zahlungsmittel im Umlauf entbehrlich. Sie können in die Banken zurückströmen und deren Liquidität bessern, wenn auch dieser Zufluss nicht in vollem Umfang der Kreditverringerung vor sich gehen sollte. Die Banken sind dann nicht mehr in dem Masse wie bisher auf die Hilfe der Reichsbank angewiesen. Bei dieser wird das Niveau der Inanspruchnahme herabgedrückt, ihre Position wird gestärkt.“

Das ist eigentlich alles und gewiss recht wenig, um den schweren Sorgen der betroffenen Kreise, für deren Bedarf doch die Banken die Zahlungsmittel von der Reichsbank holten, um der gewaltigen Lähmung der ganzen Konjunktur gerecht zu werden, die mit einer grossen Kreditbeschränkung und Zurückziehung vorher reichlich in den Verkehr gebrachten Kreditgeldes verbunden sind. Vielleicht ist es auch anderen Lesern der Darstellung v. Lumms aufgefallen, dass er die geschäftsmässige Gewohnheit, die Massnahmen, die er vorschlägt, durch Zahlen zu illustrieren, gerade an den entscheidenden Stellen zu sehr vermeidet und sich mit der allgemeinen Aufstellung prinzipieller Forderungen begnügt. Es kommt darauf an, wie viel Bargeld aus der Zirkulation gepresst werden soll. Auf einem doppelten Annäherungswege kann nun annähernd ermittelt werden, was der Reichsbankleitung als Ideal vorschwebt. Da sie gegen den bestehenden Zustand eine Verdoppelung der Barbestände der Kreditbanken auf 15 pCt. der Verbindlichkeiten fordern soll, kommen wir auf einen Betrag von etwa 350 Millionen Mark. Und ungefähr dieselbe Summe ergibt sich, wenn Herr v. Lumm es als wünschenswert bezeichnet, dass die Banken den grösseren Teil des periodischen Bedarfs an Zahlungsmitteln aus ihren eigenen Beständen nehmen sollten, um die Reichsbank entsprechend zu entlasten. Denn die Quartalsanspannung veranlasst bekanntlich einen Ausfluss von 6—700 Millionen Mark an Hartgeld und Banknoten.

Nun vergegenwärtige man sich, was eine Verminderung unserer Zirkulation um 350 Millionen bedeuten würde, wobei es keine erhebliche Aenderung macht, ob man sich das in einer Reihe von Jahren durchgeführt denkt oder auf einmal. Denn Verminderung der Zirkulation um 350 Millionen Bargeld ist nicht gleichbedeutend mit einer Krediteinschränkung von 350 Millionen Mark. Im grossen und ganzen kann man sagen, in der Zirkulation steckt kein überflüssiges Geld, es ist für wirtschaftliche Zwecke gebunden. Schuldner, und am wenigsten schlechte Schuldner, denen gekündigt wird, haben kein überflüssiges Bargeld und kommen nur durch einen Liquidationsprozess zu Geld. Das Geld aber, das diesen Liquidationsprozess zu besorgen hat, mit dem also ein neuer Eigentümer die auf den Markt geworfenen Werte der aus ihren Besitz gedrängten Schuldner erwirbt, ist freies Geld, das nicht schon in der Zirkulation gebunden war. Freies Geld aber ist Geldmarktsgeld, Geld das entweder schon bei den Banken ist oder in normalen Zeiten den Banken gebracht wäre. Mit andern Worten, bei einer grossen Krediteinschränkung werden die Banken überwiegend aus den Guthaben bezahlt, die bei ihnen gehalten werden, ihre Anspannung nimmt um den Betrag ab, den sie kündigen, eine entsprechende Zunahme ihrer Kassen ist keineswegs notwendig.

Und noch weniger stimmt die Rechnung, dass deswegen, weil 350 Millionen Kredite gekündigt sind, 350 Millionen oder auch nur ein im geringsten annähernder Betrag in der Zirkulation weniger gebraucht werden. Denn es schwindet ja nur der Kredit, nicht aber das reale Kapital aus der Zirkulation. Der Schuldner liquidiert, wenn er aber nicht ein Schwindler gewesen ist, oder sein Betrieb einfach atomisiert wird, kommen die realen Werte für einen geringeren Preis in andere Hände und veranlassen weitere Zirkulationsvorgänge. Aber selbst wenn die Kündigung eines Kredites die

völlige Vernichtung des konkreten Kapitals bedeuten würde, in das die geliehene Summe hineingesteckt war, so würde noch nicht schon 350 Millionen Bargeld überflüssig sein, wenn aus den in unserer Volkswirtschaft zirkulierenden Kapitalmassen 350 Millionen wegfielen. Denn es käme darauf an, wie viele Bargeld (nicht Schreibgeld!) erfordernde Zirkulationsvorgänge als Lohnzahlungen usw. entsprechend dem Umschlag dieses Kapitals bei seiner Bewirtschaftung zustande kommen. Das wäre die äussere Bargeldsumme, die dieses Kapital in Bewegung setzt. Aber da das Geld ein sehr geschwindes Ding ist, und jedes Geldstück seinen Zirkulationsdienst an immer neuen Stellen unermüdlich von neuem verrichtet, würde nur ein kleiner Teil des Zirkulationsdienstes der betreffenden Geldsumme überflüssig werden, die ja nicht nur in dem einen Kapital tätig wird. Man könnte etwa sagen, jene oben festgestellte äussere Summe der Bargeldbewegung eines Kapitals dividiert durch die Zirkulationsgeschwindigkeit des in dem betreffenden Wirtschaftsgebiet zirkulierenden Geldes ergibt die durch den völligen Wegfall eines Kapitals dauernd in der Zirkulation überflüssige Bargeldmenge.

Aber das sind theoretische Ueberlegungen, in die wir uns hier nicht verlieren wollen. Das Gesagte genügt, um dauernd festzuhalten, dass Krediteinschränkung und Bargeldersparnis zwei völlig verschiedene Grössen sind, und dass man bei nötigem Verständnis der Geldbewegung unterlassen wird, sie auch nur annähernd in Parallele zu setzen.

Leider ist die so verwunderliche annähernde Gleichsetzung von Kreditkündigung und Bargeldersparnis dem literarischen Vertreter der Reichsbank, Herrn v. Lumm, nicht ganz fremd. Er sagt S. 185:

„Um die Wirkung klarzumachen, mögen die Vorgänge, losgelöst von anderen Entwicklungen, die die Sache komplizieren, betrachtet werden. Es dürfte wohl kaum ein Kreditgeschäft geben, das nicht auf den Bargeldumlauf wirkt, insofern, als fast jeder bewilligte Kredit in seinen Wirkungen bare Zahlungsmittel erfordert. Diese sind zwar nicht während der ganzen Dauer der Kreditgewährung ununterbrochen im Umlauf, werden aber wiederholt und zwar fast bei jeder einzelnen Phase des wirtschaftlichen Vorgangs, zu dessen Durchführung der Kredit aufgenommen wurde, erneut entnommen. Selbst diejenigen Kredite, die im Wege der Gutschrift bewilligt und dann durch Uebertragungen weiter verteilt werden und so den Anschein erregen, als ob bei ihnen Bargeld überhaupt nicht in Frage käme, werden in ihren letzten Ausstrahlungen Bargeld in Bewegung setzen. Und zwar ist das stets der Fall, wenn es sich um die Begleichung von Forderungen handelt, die aus irgend welchen Gründen in bar erfüllt werden müssen (Arbeitslöhne usw.). Und nun bedenke man, in welche Fülle solcher in bar zu begleichenden Forderungen u. a. die zahlreichen Kredite auslaufen, die zur Durchführung moderner grossstädtischer Unternehmungen, beispielsweise zur Errichtung eines Warenhauses erforderlich sind. Unsere Erläuterungen zeigen deutlich genug, was von dieser Theorie zu halten ist.

Soweit diese Gedankengänge des Herrn v. Lumm die Ueberlegungen darstellen, die bei der Reichsbank zu dem Vorschlage der Erhöhung der eigentlichen Barbestände der Kreditbanken geführt haben, zeigen sie, dass man die Schwierigkeit einer grossen Entleerung der Zirkulation in der bedenklichsten Weise unterschätzt.

Was bedeutet die dauernde Verminderung unserer eigentlichen Zirkulation von 350 Millionen? Wir haben nach der Schätzung von Lexis etwa 2400 Millionen Gold im allgemeinen Verkehr und einen durchschnittlichen Banknotenumlauf von 1600 Millionen Mark, dazu Scheidemünze und Reichskassenscheine. Es hat keinen Zweck, genaue Prozente zu berechnen, wie sich der von uns ins Auge gefasste Teilbetrag, der den Bankkassen genommen werden soll, zu dem gesamten in den Händen des Verkehrs befindlichen Zählgeld stellt, ein Ansatz von 5 pCt. mag genügen. Bargeld wird überflüssig, wenn der Umsatz einschrumpft, wenn die Gütermenge, die der Verkehr bewältigt, die Preise, die gezahlt werden, abnehmen, und zwar abnehmen nicht nur um 350 Millionen, sondern abnehmen um die gesamten Zirkulationswerte, die von 350 Millionen Mark Bargeld, entsprechend ihrer Zirkulationsgeschwindigkeit im Laufe eines Jahres, ausgeglichen werden. Wir können in Fortsetzung unserer groben und ganz elementaren Schätzung sagen, wenn die ganze nationale Wirtschaftsbewegung um 5 pCt. ihres Wertes gemindert wird, werden 350 Millionen entbehrlich. Natürlich sind das nur ganz illustrative Ueberlegungen, auf deren Beträge wir uns in keiner Weise festlegen wollen. Wir kennen den wirklichen Zustand unserer Zirkulation nur sehr oberflächlich. Es mag sein, dass eine grosse Krediteinschränkung dazu führen könnte, überflüssig grosse Kassenbestände aus der Verborgenheit der Einzelwirtschaft herauszulocken und den Kassen der Banken zuzuführen. Auf diesem schwer übersichtlichem Gebiete sind selbstverständlich manche Ueberraschungen möglich. Aber die Pläne der Reichsbank rechnen mit der Möglichkeit, durch die blosse Krediteinschränkung als solche grosse Summen aus der Zirkulation freizusetzen, und solchen Plänen gegenüber kann man alle sonst möglichen Komplikationen beiseite lassen und den einfachen theoretischen Fall erörtern, bis zu welchem Grade etwa unser wirtschaftlicher Verkehr eingeschränkt werden muss, damit dauernd 350 Millionen Mark Bargeld weniger erforderlich sind. Und da können wir das, worauf es ankommt, ganz allgemein und ohne unsichere Berechnungen, die sich immer angreifen lassen, so formulieren: eine Krediteinschränkung, die zu einer irgendwie erheblichen dauernden Verminderung des baren Zirkulationsmaterials, an das eine Volkswirtschaft gewöhnt ist, führen soll, bedeutet eine intensive Lähmung der Konjunktur.

Man braucht zum Vergleiche nur auf die Erfahrungen der letzten Depressionsperioden zurückzugehen. Es ist keine Rede davon, dass die Durchschnittszahlen der Reichsbank für Metallbestand und Notenumlauf in Depressionsjahren irgendwie ähnliche Verminderung der Zirkulation aufwiesen, wie sie jetzt in Frage stehen.

Aus der regelmässigen Zunahme des durchschnittlichen Banknotenumlaufs von Jahr zu Jahr ist natürlich wenig zu folgern, es handelt sich dabei um einen Posten von etwa 50 Millionen Mark. Das gibt aber immerhin, ganz im groben gesehen, (die jährliche Vermehrung des Metallumlaufes dazu zu berechnen, hat hier keinen Zweck) einen ungefähren Anhalt dafür, wieviel zuschüssige eigentliche Zirkulationsmittel entsprechend der Vergrösserung unseres Wirtschaftslebens notwendig werden, um die Umsätze des gewachsenen Wirtschaftskörpers zu bewältigen. Man muss dabei vor Augen haben, dass die jährliche Zunahme des in unserer Volkswirtschaft arbeitenden Geldkapitals wieder ganz im groben nach Milliarden zu veranschlagen ist. So dürftig diese Zahlen sind, so geben sie doch einen weiteren Anhalt dafür, welchem grossen Kapital und welchen grossen Umsatzsummen ein dauernd in der Zirkulation festgehaltener Zählgeldbestand von 350 Millionen Mark entsprechen muss.

Auch an dieser besonderen Stelle zeigt sich wieder eine gewisse theoretische Schwäche des literarischen Vertreters der Reichsbank. Herr v. Lumm glaubt, dass die Verstärkung der Barreserven „langsam und stetig,

Hand in Hand mit dem Anwachsen der nationalen Ersparnisse“ durchgeführt werden solle. Wir haben eben gesehen, dass die nationalen Ersparnisse jährlich den dauernd zirkulierenden Zählgeldbedarf notwendig vergrössern, weil sie durch ihre Investierung den Wirtschaftskörper vergrössern und der vergrösserte Wirtschaftskörper grössere Umsätze bekommt. Es kann überhaupt keine Rede davon sein, das die Spartätigkeit Bargeld in der normalen Zirkulation überflüssig macht. Stockt die normale Investierung der Ersparnisse, so bekommt ein wichtiger Teil der Volkswirtschaft eine schwere Depression, und wenn man versucht, grössere Teile der Ersparnis in bar aufzuschatzen, so fehlen der Zirkulation die gewohnten Umlaufsmittel. Die Ersparnis bringt doch kein neues und volkswirtschaftlich entbehrliches Geld zur Existenz, sondern von dem vorhandenen Geldmaterial der Volkswirtschaft übernimmt ein Teil als vorübergehende Aufgabe seiner Zirkulationstätigkeit die Verkörperung von Ersparnis, um andere Zirkulationsdienste zu verrichten, so wie er die Hand des Sparers verlässt. Das geschieht in Zeiten, wo man nicht in den Strickstrumpf spart, überaus rasch. Aus der Sparkasse, aus der Depositenkasse fliesst das körperliche Geld, das der Sparer gebracht hat, sehr bald in die Zirkulation zurück, wenn etwa ein Kunde aus seinem Guthaben die wöchentliche Lohnsumme abzuheben wünscht, und die Wertsumme der noch nicht endgültig investierten Ersparnis lebt allein als gutgeschriebener Buchposten weiter. Was durch die Ersparnis volkswirtschaftlich verfügbar wird, sind Kapitalsummen, die jeder beliebigen Investierung zugeführt werden können. Das konkrete Geld, in dem die Ersparnis zunächst auftritt, bleibt volkswirtschaftlich nicht dauernd verfügbar. Kein Zählgeldbetrag, an dessen dauernder Zirkulation die Volkswirtschaft gewöhnt ist, kann in einem vorübergehenden Zirkulationsakt sozusagen starr gemacht werden, ohne eine seiner Zirkulationsgeschwindigkeit der Häufigkeit seines gewohnten Gelddienstes entsprechende Lücke in der Versorgung der gesamten Umlaufsbedürfnisse hervorzurufen.

Und nun mag es mit diesen Erörterungen genug sein, die sich abschliessend nur in dem Rahmen einer vollständigen Geldtheorie behandeln lassen. So viel steht fest, macht man mit dem Gedanken der Reichsbank ernst, durch Krediteinschränkung aus dem Innern der Volkswirtschaft eine starke Erhöhung der Barbestände zu erzwingen, so erfolgt eine Lähmung des Verkehrs, die einer sehr scharfen Depression entspricht. Und wenn man diese Massregel auf eine Reihe von Jahren verteilt, so würde statt eines einmaligen scharfen Niedergangs sich nur der Dauerzustand einer unter der beständigen Drohung weiterer Kreditrestriktionen dauernd tiefgehaltenen Konjunktur ergeben, die mit der fortschreitenden Verwirklichung jener Drohung stufenweise weiter herunter muss. Falls man aber einwendet, es handle sich nicht um 350 Millionen, sondern nur um 100 oder sonst eine Zahl, so wird das Uebel zwar kleiner, aber es bleibt gross genug, um es zurückzuweisen.

Wir möchten jedes Missverständnis ausschliessen. Weder Krediteinschränkung, noch Entleerung der Zirkulation zugunsten der Kasse der Zentralbank sind Uebel an sich. Im Gegenteil.

Gegen eine ungesunde Kreditüberspannung ist eine Krediteinschränkung das einzige Mittel, und wenn der Kredit stark überspannt ist, so muss man ihn stark einschränken. Nur soll man die Kreditüberspannung als wirkliche Kreditfrage behandeln. Wenn man als ungesunden Kredit das ansieht, was den Verhältnissen des Kreditnehmers und der Art seiner Wirtschaftsführung nicht entspricht, so ist gegen den Versuch einer allgemeinen Zurückziehung unsicherer Kapitalien gewiss nichts einzuwenden, wenn es auch nicht gerade sicher ist, dass er gelingt.

Andererseits gibt es sehr wirksame Mittel, ohne Schädigung des Kreditwesens und der Konjunktur aus der Zirkulation Geld und namentlich Goldgeld herauszupressen und in die Kassen der Banken zu leiten. Jeder Ersatz von Hartgeld durch Banknoten oder Schreibgeld, jede Verbesserung der bargeldsparenden Zahlmethoden hat diesen Erfolg. Man kann sich die Lösung schematisch vereinfacht so denken, dass die Kreditbanken Wechselkredite in bar zurückziehen und die erlangten Summen bei der Reichsbank deponieren, dass die Reichsbank dagegen durch entsprechende neue Kredittätigkeit auf dem Wechselmarkt die gleiche Summe Banknoten von neuem in Verkehr bringt. Schon das würde bei dem schlechten Status der Reichsbank ihr Deckungsverhältnis verbessern, ohne dem Verkehr Umlaufsmittel zu entziehen.

Aber um solche Dinge handelt es sich nicht, sondern es handelt sich um die Gewinnung von grossen Mengen Barmitteln durch Krediteinschränkung, und das ist eine volkswirtschaftliche Eisenbartkur. Soweit eine sogenannte Kreditüberspannung nur auf Bargeldmangel der Banken beruht, muss man darauf sinnen, das Bargeld zu gewinnen, ohne den Kredit zu erschüttern.

Theoretisch kann man davon ausgehen, dass die Banken im privatwirtschaftlichen Endeffekt von den Massnahmen der Reichsbank unberührt bleiben. Sie sammeln höhere Barbestände an und schränken die Kredite ein. Dadurch entgeht ihnen ein Gewinnst, den sie durch höhere Aktivzinsen, niedrigere Passivzinsen wieder einbringen. Aber der mit einer intensiven Krediteinschränkung notwendig einsetzende Liquidationsprozess bedeutet für die Banken manche unberechenbare Gefahren. Mit der blossen Ueberwälzung auf das Publikum ist es auch für sie nicht getan.

Wir traten aber in diese ganze Ueberlegung von vornherein aus der Erwägung ein, dass an diesen Dingen die ganze Volkswirtschaft zu sehr interessiert ist, als dass so einschneidende Massregeln durch Gesetzgebung unter der Hand erledigt werden dürften. Und dieser Punkt ist wohl endgültig gewonnen. Geht man damit um, eine grosse Menge von Barmitteln durch Krediteinschränkung der Kreditbanken für die Kasse der Reichsbank zu gewinnen, so ist das eine öffentliche Angelegenheit allerersten Ranges.

Allerdings wird uns ein skeptischer Leser vielleicht lächelnd erinnern, in kein zu grosses Pathos zu verfallen, wenn wir vor dieser geheimen Bedrohung unseres wirtschaftlichen Gedeihens nachdrücklich warnen möchten. Denn es ist schon zu deutlich hervorgehoben, dass wir selber eigentlich garnicht glauben, dass die Reichsbank die Eisenbartkur wirklich beabsichtigt, wie sie die Gewinnung grosser Baarmittel durch Krediteinschränkung bedeutet. Aber gesagt hat sie es, zum mindesten hat es Herr v. Lumm gesagt. Wir haben also das Recht zu einem sehr feierlichen Protest.

Und unser Protest wird nicht etwa weniger energisch, wenn wir wirklich, wie es in der Tat notwendig scheint, annehmen müssen, dass die Reichsbankleitung noch nicht vollständig übersehen hat, welche Konsequenzen die von ihr verfolgten Pläne haben würden, beziehungsweise noch nicht abschliessend in Erwägung gezogen hat, in welchem Masse das von ihr empfohlene Mittel angewendet werden müsste, um auch nur annähernd den gewünschten Erfolg zu erreichen. Dann sind die noch nicht ausgereiften Projekte, wenn sie auch wegen ihrer Unfertigkeit kaum sehr gefährlich werden dürften, noch weniger dafür geeignet, durch Gesetzgebung unter der Hand erledigt zu werden. Und es ist noch eine gründliche und ausführliche öffentliche Diskussion erforderlich, ehe man daran geht, die bestehenden

schweren Missstände unserer Geldsituation zu reformieren. Der Ernst der Lage entschuldigt die Initiative der Reichsbankleitung, aber er macht es doch auch wieder unerklärlich, dass man mit dieser Form und mit diesen Mitteln glaubt auskommen zu können.

Am ehesten scheint noch der Versuch, den Barbestand der Kreditbanken zu erhöhen, für eine private Abmachung der beteiligten Banken geeignet zu sein, wenn man den Vorgang rein privatwirtschaftlich sieht und die Gefahr schwerer volkswirtschaftlicher Rückwirkungen ausser Augen lässt. Es kann dann als Ausfluss der regulären Kredittätigkeit der Reichsbank gelten, wie sie im Sinne des Bankgesetzes liegt. Denn obwohl die Reichsbank tatsächlich ihren eigenen Status verbessern will, lässt sich ja zur Not behaupten, dass sie um der Sicherheit der von ihr gewährten Kredite willen die starke Erhöhung der Barbestände fordern müsse. Aber die Massregel geht schon rein privatwirtschaftlich so sehr über den normalen Geschäftsbetrieb hinaus, dass ihre autonome Durchführung kaum mehr mit dem sicherlich sehr berechtigten Verlangen nach möglichster Selbständigkeit für die Reichsbankleitung begründet werden kann. Und wegen ihrer schwerwiegenden volkswirtschaftlichen Rückwirkungen sollte auch sie gewiss nicht unternommen sein, ohne dass die erwünschten Direktiven für ein solches Vorgehen durch die Organe der nationalen Willensbildung authentisch bestätigt wären.

Von der Einschränkung des Börsenverkehrs durch verminderte Kredite, von der Verteuerung der Bankakzepte usw. liegt es ohne weiteres auf der Hand, dass solche Reglementierung des Verkehrs ohne besonderen legislativen Auftrag nicht zur Kompetenz der Reichsbank gehört, auch wenn man die Durchführung dieser Massnahmen an sich als berechtigt anerkennen will. Das ist noch dazu reformatorischer Uebereifer und vom Interessenstandpunkt der Reichsbank selbst ein ziemlicher Ballast, denn das Entscheidende ist doch die durchgreifende Verbesserung ihres schlechten Status und dafür genügt die Erhöhung der Barbestände für sich allein. So interessant aber dieser Versuch der Selbsthilfe durch tiefeingreifende Marktbeherrschung nach Art eines privaten Monopols gerade auch durch sein reformatorisches Beiwerk für den Historiker unserer Zeit erscheinen mag, so wenig erscheint es politisch zweckmässig oder sozial gesund, den Staat sozusagen in seine einzelnen Organe aufzulösen, und der noch so wohl intentionierten Machtpolitik der einzelnen Organe die autonome Durchführung von Massregeln zu überlassen, die Sache des Ganzen sind.

Darum werden die bisherigen Anregungen der Reichsbankleitung am besten als blosse Vorschläge anzusehen sein, die erst einmal gründlich erörtert werden müssen. Von denen das ausgeschieden wird, was unzweckmässig ist, und zu denen das hinzugesetzt wird, was nach Lage der Dinge eine bessere Beseitigung der vorhandenen Missstände verspricht.

In diesem Sinne wäre es zu wünschen, dass auch die Gegenstände der geheimen Besprechungen zwischen Reichsbank und Kreditbanken bald in ganz authentischer Form der Oeffentlichkeit mitgeteilt werden, da es bei der Diskussion wichtiger Reformprojekte nicht gerade angenehm ist, sozusagen gegen den markierten Feind zu kämpfen. Und es ist zweifellos sehr zu begrüssen, dass die Aufsätze des Herrn v. Lumm im Bank-Archiv eine zum mindesten offiziöse Erläuterung zu den Plänen der Reichsbank gegeben haben.

Man weiss freilich, wie es mit solchen Dingen steht. Es ist offiziös, und ist doch eine Privatarbeit. Die Argumentationen des Herrn v. Lumm sind nicht ohne weiteres die Ueberlegungen der Reichsbankleitung. Als Theoretiker steht der Autor für sich selbst und es ist eigentlich nur die Annahme erlaubt, dass die allgemeine Art seiner geldtheoretischen Ansichten und seiner Stellung zur Theorie überhaupt für die gegenwärtige Reichsbankleitung charakteristisch ist. Und auch bei den praktischen Anregungen muss man zweifeln, was Privatansicht und was offiziöser Wink oder offiziöse Drohung ist. Erörtert Herr v. Lumm die Annahme verzinslicher Depositen durch die Reichsbank aus privaten Neigungen oder als offiziösen Schreckschuss? Will er mit der Anregung eines strammen Geldmarktkartells den Banken offiziös einen Plan suggerieren, von dem offiziell durch den Mund des Reichsbankpräsidenten nicht gut die Rede sein kann, oder ist das nur ein ganz privates organisatorisches Steckenpferd? Problem auf Problem! Vielleicht gehört auch das zu der Modernisierung der Methoden der Reichsbank, dass sie gelernt hat, wie man sich in der Presse mit Andeutungen vorwagen kann, ohne sich wirklich zu verraten.

Wir werden weiterhin davon ausgehen, dass die Ausführungen des Herrn v. Lumm, ergänzt durch das was über die Verhandlungen der Reichsbank und Kreditbanken in der Frankfurter Zeitung gestanden hat, durchaus den Plänen und Ansichten der Reichsbankleitung entsprechen. Falls wir damit der Bankleitung Gedanken und Vorschläge zuschreiben, für die sie die Verantwortung nicht übernimmt, so können wir das zu unserm Bedauern nach Lage der Dinge nicht vermeiden.

Wir möchten damit an dieser Stelle eine Art Generaldiskussion über die durch Herrn v. Lumm vertretenen Wünsche der Reichsbank eröffnen. Für die Spezialfragen ist der Banktechniker zuständig und wir halten es darum nicht für unsern Beruf, die banktechnische Möglichkeit oder Unmöglichkeit dieser oder jener Einzelheit unsererseits zu behandeln. Aber die allgemeinen Fragen, die zu Grunde liegen, sind von allgemeinem volkswirtschaftlichem Interesse und gehören zur Kompetenz des Nationalökonomen.

Es lag uns daran, in dieser Generaldiskussion zunächst die allerallgemeinsten Fragen hervorzuheben: die geschichtliche Bedeutung der neuen Entwicklung mit ihrem Kontrast gegen die Vergangenheit, mit ihren merkwürdigen Möglichkeiten für die Zukunft, mit ihrem Zusammenhang mit anderen gleichzeitigen Bildungen auf anderen Gebieten des Wirtschaftslebens herauszubringen, und vor allem die überraschende Bedeutung zu erörtern, die sie für unser öffentliches Leben und für unsere politischen Zustände hat. Von allen Seiten ergab sich, wie wichtig es für die unbefangene und gründliche Würdigung neuer reformatorischer Anregungen ist, nicht vorschnell die überlegene Uebersicht aufzugeben und nicht durch Eingehen auf einzelnes, was man begrüsst, was man zur Not zugestehen möchte, oder was man glaubt schlechterdings ablehnen zu müssen, sogleich Ansichten und Pläne grundsätzlich zu akzeptieren, die ihre prinzipielle Berechtigung erst noch zu erweisen haben.

Immerhin hatten wir es bisher mit mehr formalen Ueberlegungen zu tun. Wir haben in unseren weiteren Aufsätzen die Situation zu behandeln, die der Reichsbankpräsident zur Gesundheit zurückführen möchte, und damit nach der Form seines Vorgehens auf den Inhalt seiner Reformversuche einzugehen. Der sachgemässe Gang unserer Darstellung wird der sein, dass wir zuerst die Lage unserer Geld- und Kreditorganisation erörtern, die eine grosse Reform wünschenswert macht, dass wir darauf die spezifischen Heilmittel besprechen, mit denen den einzelnen Missständen beizukommen wäre, um auf dieser Grundlage die Kur kritisch durchzunehmen, die die Reichsbankleitung für wünschenswert hält. Auf dem Ganzen werden wir unser zusammenfassendes Ussrteilauf bauen können.

Denn es wäre ein schwerer Irrtum, durch den formalen Widerspruch gegen das überselbständige Vorgehen der Reichsbankleitung dazu verleitet zu werden, die ernste Lage zu übersehen, die ihr den ehrlichen Grund zu ihrer Initiative gegeben hat. Im Gegenteil von den mancherlei Einwendungen, die sich gegen die Darstellung des Herrn

v. Lumm in dieser Zeitschrift erheben lassen, scheint mir das die schwerste zu sein, dass der Ernst der Lage nicht überzeugend genug herauskommt, dass er im Nebensächlichen übermässig gründlich ist und die Hauptsache verschweigt. Es war kein besonders glücklicher Gedanke, die in einer aussergewöhnlichen Lage gebotene tiefgreifende Reformaktion durch drei Artikel hindurch mit einer fleissigen Lehrbuchzusammenstellung über die normalen Methoden der Diskontpolitik zu eröffnen. Damit war nicht viel zu beweisen. Es kam nicht auf die systematische Diskonttheorie, sondern auf die positive Diskontpraxis der Reichsbank an, auf das, was bei ihrer Diskontpolitik herausgekommen ist. Die normale Deckung der Reichsbank ist sehr schlecht: sehr schlecht gegenüber ihrer eigenen Vergangenheit; sehr schlecht gegenüber dem Ausland. Das ist der Schlüssel der ganzen Situation und an dieser Stelle liegen ganz andere Gefahren für das deutsche Wirtschaftsleben wie in der starken Anspannung der Kreditbanken oder in dem grossen Quartalsbedarf. Herr v. Lumm hat von diesem eigentlichen Kernpunkte aller Reformprobleme so gut wie nicht gesprochen, und er hätte ihn auch kaum erörtern können, ohne für die Reichsbankleitung ein offenes Schuldbekenntnis abzulegen.

Also der sachliche Grund zu ausserordentlichen Massnahmen ist gewiss vorhanden, aber daraus folgt noch keinesfalls, dass die Massregeln richtig sind, mit denen man Besserung schaffen möchte. Auch wenn man sehr tiefe operative Eingriffe in unser Geldwesen für erforderlich hält, Eingriffe, die vielleicht rücksichtsloser sind als das, was die Reichsbank plant, behält man das Recht, Eisenbartkuren abzulehnen. Insbesondere aber ist noch vor dem Irrtum zu warnen, dass Massregeln, die an sich ganz wünschenswert erscheinen können und von manchen Kreisen wohl gar mit einem liebevollen Interesse begrüsst werden, schon darum auch zeitgemäss sind und in einem wesentlichen Zusammenhang mit den Aufgaben stehen, die im Interesse der gegebenen Situation geboten sind. Es handelt sich gegenwärtig nicht darum, dass der Reichsbankpräsident oder eine sonst berufene Instanz am Depositenbankwesen herumbessert, oder der Börsenspekulation zu steuern sucht, sondern dass man der deutschen Volkswirtschaft den wichtigeren Dienst leistet, Wege anzugeben, wie eine für aussergewöhnliche wirtschaftliche und politische Situationen recht unerwünschte Lage unseres Geldwesens gründlich ausgeheilt werden kann.

So wird es deutlich geworden sein, dass unser heutiger Widerspruch gegen die Form kein Widerspruch gegen die Sache ist, dass wir aber guten Grund haben, noch einige allgemeinere Dinge hier zu erörtern, ehe wir uns auf die einzelnen Pläne der Reichsbank einlassen.

Verlegung der Börsenzahltage.

Von Kommerzienrat **Max Richter**, Berlin.

Der Verein für die Interessen der Fondsbörse hatte im Juni v. J. beim Börsenvorstand Berlin beantragt, die Zahltage für den Wertpapier-Terminhandel vom Monatsletzten fortzulegen und auf einen späteren Tag festzusetzen. Das Bedürfnis dafür ist dringend geworden, nachdem sich seit mehreren Jahren gezeigt hat, dass an den Quartalsterminen zur Bewältigung der Zahlungsverpflichtungen aus dem allgemeinen Wirtschaftsleben in ständig steigendem Masse gewaltige Summen von Zahlungsmitteln erforderlich werden. Dieser Vorgang hat die Reichsbank bekanntlich veranlasst, die Entnahme von Lombardgeld an diesen Tagen derart zu verteuern, dass die hierdurch früher bestandene Aushilfe zur Beschaffung der Zahlungsmittel so gut wie ausgeschieden ist. Dadurch ist die Lage derjenigen Bankfirmen, denen nicht ein grosses Wechselportefeuille zur Beschaffung von Geld an diesen kritischen Tagen zur Verfügung steht — und dies ist eigentlich die Gesamtheit der Firmen mit wenigen Ausnahmen —, erheblich verschlechtert worden. Die Zinssätze zum Januar- und Apriltermin

Privatdiskont:

28. Dezember	$4^7/_8$ pCt.	28. März	$4^7/_8$ pCt.
6. Januar	$3^3/_8$ „	9. April	$3^3/_4$ „
11. Januar	$2^3/_4$ „		

Tägliches Geld:

Ende Dez.	6 pCt. + $1^1/_2$ ‰	Ende März	6 pCt. + $1^1/_2$ ‰
Anf. Jan.	$3^1/_2$ „ bis $3^1/_4$ pCt.	Anf. April	$3^3/_4$ pCt.

liefern ein deutliches Bild von dem anormalen Zustand des Geldmarktes zu diesen Zeiten. In Wirklichkeit sind die Zustände sogar noch schwieriger als die Zahlen andeuten; denn während am 2. Januar und kürzlich am 1. April Geld im offenen Markt überhaupt nicht aufzutreiben war, konnte es in den Tagen nach dem 2. Januar auch zu dem ermässigten Satze gar nicht untergebracht werden und in den Tagen nach dem 1. April zeigte sich ungefähr das gleiche Bild.

Als der Antrag im Juni v. J. an den Börsenvorstand gelangte, wurde er zur Vorberatung in eine Kommission verwiesen, in welcher sich eine Majorität für die Annahme zeigte, während eine Minorität widersprach. Mit Recht kam die Kommission daher zu dem aufschiebenden Beschluss, zunächst noch Erfahrungen abzuwarten und einen Beschluss erst im April des laufenden Jahres in Aussicht zu nehmen. Es liegen nun die Erfahrungen der Quartalstermine Juli und Oktober v. J. und Januar und April d. J. vor, so dass demnächst die Beratungen wieder aufgenommen werden müssen.

Die Einwendungen der Minorität waren im wesentlichen folgende:

Der Wertpapier-Terminhandel trage keineswegs zur Verschärfung der Geldnachfrage bei, weil dasjenige Geld, welches dieser Handel erfordere, sofort wieder zur Verfügung stehe, im Gegensatz zu den Geldansprüchen aus anderen wirtschaftlichen Vorgängen, bei denen das Geld an einem oder mehreren Tagen erst durch verschiedene Hände gehe, ehe es wieder an den offenen Geldmarkt zurückgelange.

Ferner sei auf ausländische Geldgeber Rücksicht zu nehmen, die der deutsche Markt nicht entbehren könne, und die wohl Geld von Ultimo zu Ultimo, nicht aber Geld zu anderen Terminen hergeben würden.

Schliesslich sei noch zu erwarten, dass bei einer Aenderung statt der jetzigen vier schweren Termine in Zukunft acht schwere Termine in Erscheinung treten würden.

Dem ist folgendes entgegenzuhalten:

Jeder Markt gebraucht zur Erledigung seiner Zahlungsverpflichtungen eine bestimmte Summe von Barmitteln, gleichgültig ob es der Wertpapierhandel, der Hypothekenmarkt oder ein Warenmarkt ist. Auch im Hypotheken- und Grundstücksmarkt kompensieren sich bedeutende Summen, im Wertpapierhandel durch die Einrichtungen der Börse im Verhältnis mehr, aber immer bleibt eine grosse, schwer zu schätzende Summe wie bei jedem Markt in der Schwebe, beim Wertpapierhandel schon dadurch, dass nennenswerte Summen von einem Börsenplatz nach einem anderen Ort überwiesen oder gesandt werden müssen. Scheiden die für den Wertpapierhandel am Ultimo erforderlichen Summen aus, so wird der Termin von den hierzu notwendigen Zahlungsmittel-Anforderungen befreit. Wie die Verhältnisse heut liegen, wird der Geldbedarf der übrigen wirtschaftlichen Vorgänge am Quartalsersten nicht geändert, aber der

Wertpapierhandel der Börse bleibt bei einer Verlegung des Zahltages davon unberührt, während er jetzt in Mitleidenschaft gezogen wird.

Die Rücksicht auf ausländische Geldgeber dürfte kein Grund sein, bei uns eine nützliche Massregel zu unterlassen. Der Gedanke, dass der deutsche Geldmarkt ohne fremde Gelder nicht auskommen könne, ist a priori abzuweisen, das Gegenteil hat sich im vergangenen Jahre gezeigt. Ausserdem dürfte es keinem Zweifel unterliegen, dass ausländische Geldgeber weniger durch Rückzahlungstermine als durch den Zinssatz veranlasst werden, dem deutschen Markte Geld zur Verfügung zu stellen, und dass bei konvenierenden Zinssätzen die deutsche Bankwelt auch fernerhin von ausländischem Gelde Gebrauch wird machen können, gleichgültig ob der Zahltag des Wertpapierterminhandels am Ultimo des Monats oder am 15. jeden Monats stattfindet.

Was dann die acht schweren Termine anlangt, so werden an den Quartalstagen die Ansprüche an Zahlungsmitteln sich um die früher vom Wertpapierterminhandel gestellten Ansprüche verringern, also leichter zu erledigen sein. Ferner ist unbedingt damit zu rechnen, dass die Zinssätze für die Prolongation im Wertpapierterminhandel an jedem 15. vor einem Quartalstermin, also viermal im Jahre höhere sein werden als an den übrigen acht Zahltagen, weil die an den Quartalstagen zu erwartenden Zahlungsverpflichtungen ihre Schatten vorauswerfen werden. Es liegt aber in der Wahrscheinlichkeit, dass, wenn die Börse mit der Befreiung der Quartalstage vom Geldbedarf vorangegangen ist, andere wirtschaftliche Vorgänge in gleicher Weise nachfolgen werden. Jedenfalls kann es als ausgeschlossen gelten, dass an den erwähnten vier Zahltagen das Geld für den Wertpapierhandel sich teurer stellen wird als jetzt am Ultimo in unmittelbarer Konkurrenz mit den Ansprüchen des übrigen Wirtschaftslebens.

Schliesslich ist noch von anderer Seite der Einwand gemacht worden, dass die Verlegung des Börsenzahltages für den Wertpapierhandel die Folge haben würde, dass auch andere wirtschaftliche Vorgänge vom Quartalstage fort auf einen Börsenzahltag sich legen würden. Wenn diese den auf den Quartalstag folgenden Börsenzahltag wählen würden, wäre dies ein ungeheurer Vorteil und ein Erfolg, für den die Allgemeinheit der Börse dankbar sein müsste. Aber leider ist dies bei der Schwierigkeit, eingewurzelte Gewohnheiten zu ändern, nicht zu erwarten, Bestrebungen nach dieser Richtung sind nicht neu, aber bisher gänzlich erfolglos geblieben. Es sei an die Bemühungen der Reichsbank und anderer Behörden erinnert. Die Reichsbank hat versucht, für die Abwickelung der aus dem Hypothekenverkehr an den Quartalsersten entspringenden Zahlungen ein Clearing einzurichten. Trotz der dabei bewilligten wertvollen Erleichterungen blieb der Erfolg aus, das Clearing ist wieder aufgegeben worden. Das Aufsichtsamt für die privaten Versicherungsgesellschaften hatte sich in einem Rundschreiben an die Versicherungsgesellschaften mit dem Ersuchen gewandt, sowohl die Rückzahlungstermine der Hypotheken als auch die Zinstermine auf andere Tage als die Quartalsersten zu legen. Soviel bekannt, haben nur zwei oder drei Anstalten diesem Ersuchen Rechnung getragen und es bei Neuausleihungen berücksichtigt, wobei sie noch nicht einmal bei allen Schuldnern auf Geneigtheit stiessen, weil diese glaubten, bei einer späteren Rückzahlung an einem anderen Tage als einem Quartalsersten Schwierigkeiten zu begegnen. Dagegen gehört es nicht zu den Seltenheiten, dass diese Anstalten heut bei einer nicht am Vormittag des Quartalsersten, sondern erst am nächsten Tage erfolgenden Rückzahlung fälliger Hypothekenkapitalien die gleichen Ansprüche stellen, die seit dem Bestehen der erschwerenden Bedingungen für den Lombard bei der Reichsbank von den hiesigen Grossbanken für die Debetbeträge zum Quartalschluss gemacht werden. Ob seitens einer Behörde an die Hypothekenbanken ein ähnliches Ersuchen, wie seitens des Aufsichtsamtes an die Versicherungsgesellschaften, gerichtet wurde, ist nicht bekannt. Jedenfalls verlangen diese Institute gekündigte Hypothekenkapitalien auch am Quartalsersten vormittags, und einige vereinbaren sogar den Rückzahlungstermin bei neu ausgeliehenen Kapitalien auf den vorangehenden Ultimo.

Abgesehen von der weiteren Durchführung einer verbesserten Zahlungsweise bietet eine Verlegung des Zahlungstages im Wertpapierterminhandel die einzige Möglichkeit der Erleichterung der Quartalstermine. Auch das Mitglied des Reichsbankdirektoriums, Herr Geh. Oberfinanzrat Dr. von Lumm spricht sich dafür in seinem am 15. März im Bank-Archiv veröffentlichten Schlussartikel über Diskontpolitik mit folgenden Worten aus: „Zu einer Milderung der Ansprüche an die Reichsbank zu den Terminen kann die Börse selbst dadurch beitragen, dass die Lieferungstage nach dem Beispiel fremder Börsen vom Ultimo auf andere Tage verlegt werden."

Obgleich in keinem Lande der Welt die Gewohnheit, alle Zahlungen auf die Quartalsersten zu vereinigen, so ausgeprägt ist wie in Deutschland, hat keine der bedeutenderen Auslandsbörsen den Zahltag für den Wertpapierterminhandel auf den Ultimo des Monats gelegt, sondern durchweg einige Tage früher oder später. Für Deutschland mit seinem von Jahr zu Jahr steigenden Verkehr in Handel und Industrie, der, wie aus den Ausweisen der Reichsbank hervorgeht, trotz unserer verbesserten Zahlungsweise immer weiter steigende Summen von Zahlungsmitteln zur Erledigung der Zahlungsverpflichtungen beansprucht, wird es sich empfehlen, den Börsenzahltag soweit wie möglich vom Quartalstage fort, d. h. also auf den 15. jeden Monats zu legen. Der Wertpapierterminhandel würde dann per medio erfolgen, was nicht die geringsten Schwierigkeiten bereitet. Diese Aenderung wird nicht nur diesem Handel, sondern dem gesamten deutschen Wirtschaftsleben zum Vorteil gereichen, denn es unterliegt keiner Frage, dass auch das letztere durch die zu den Quartalsterminen anormale Geldverteuerung unnötig belastet wird. Mit Unrecht wird von börsenfeindlicher Seite für diese Belastung häufig die Spekulation der Börse verantwortlich gemacht. Bei einer Trennung des allgemeinen Wirtschaftszahltages vom Börsenzahltag wird sich auch diese Behauptung nicht mehr aufrechterhalten lassen.

Der Sparkassen-Gesetzentwurf in Verbindung mit Massnahmen zur Hebung der Kurse der Reichs- und Staatsanleihen.

Von **Hugo Heyman**, Berlin.

Im Herrenhause ist ein Gesetzentwurf zur Annahme gelangt, welcher die öffentlichen Sparkassen zur Anlage eines Teiles ihrer Bestände in Inhaberpapieren anhalten soll. Die Sparkassen haben von ihrem verzinslich angelegten Vermögen Mindestbeträge zwischen 20 bis 30 vom Hundert in mündelsicheren Schuldverschreibungen auf den Inhaber anzulegen; von dem von der einzelnen Sparkasse zu haltenden Mindestbestande an mündelsicheren Schuldverschreibungen müssen drei Fünftel in Schuldverschreibungen des Deutschen Reiches oder Preussens an-

gelegt werden. Es handelt sich hierbei um ein zielbewusstes Vorgehen der Staatsregierung unter Förderung des Staatskredites auf eine grössere Liquidität der Sparkassen hinzuarbeiten. Von welcher Bedeutung für den Staatskredit die Schaffung einer ständigen Nachfrage von Staatspapieren seitens der Sparkassen sein wird, ergibt sich aus der Höhe ihrer Einlagen in Preussen.

Dieselben betrugen

1890	3417	Millionen Mark
1895	4557	„ „
1900	5975	„ „
1905	8694	„ „
1906	9181	„ „
1907	9484	„ „
1908	9573	„ „
1909	10333	„ „

Hiervon waren Ende 1906 etwa 59,33 pCt. in Hypotheken und nur 25,28 pCt. in Inhaberpapieren angelegt, 1908 nur noch 23,85 pCt. davon 10,25 pCt. in Staatsanleihen. Dieser Stand hat auch 1910 wenig Veränderung erfahren. Der Sparkassengesetzentwurf reiht sich den Vorschriften an, welche den Berufsgenossenschaften im Reiche, den Invaliden- und den Hinterbliebenen-Versicherungsanstalten, den Versicherungskassen für die Privatangestellten, den öffentlichen Feuerversicherungsanstalten in Preussen, den kommunalen Pfandbriefanstalten, den Klein- und Privatbahn-Unternehmungen auferlegten, den gleichen Teil ihrer jeweiligen Vermögensbestände der Anlage in Anleihen des Reiches oder Preussens bzw. der Bundesstaaten zuzuführen.

Derartige Zwangsvorschriften eventuell mit einer niedrigeren Quote liessen sich auch für die Anlagen der privaten Versicherungs-Anstalten, der privaten Lebensversicherungsgesellschaften, überhaupt aller derjenigen Institute rechtfertigen, welchen auf Grund staatlicher Verleihung und Aufsicht die Verwaltung vieler Hunderter Millionen des Nationalvermögens auf Jahrzehnte anvertraut ist, falls diese Gesellschaften nicht freiwillig eine Verstärkung ihrer Anlagen in Staatsanleihen vornehmen. Die öffentlichen Sparkassen, deren Kredit in dem Staate und seinen Einrichtungen wurzelt, haben in erster Reihe die Verpflichtung, als Entgelt für die ihnen gewährte Vorzugsstellung durch Verleihung der Mündelsicherheit zur Förderung des Staatskredites beizutragen. Die Beispiele Frankreichs und Englands, wo sämtliche Einlagen sowie das Vermögen der Sparkassen in Staatspapieren anzulegen sind, empfehlen sich nicht zur Nachahmung. Dort ist der Staat der Schuldner der Einleger, während bei uns die Provinzen und Kommunalverbände Bürgschaft für die Einlagen leisten. In beiden Ländern ist die enge Verknüpfung zwischen Sparkassen und Staatskredit bedenklich. Es ist nicht abzusehen, welches Unheil entstehen würde, wenn bei plötzlichen Krisen oder in Kriegszeiten die Einlagen zum grössten Teile zurückverlangt werden. Durch die wechselreiche Politik Frankreichs konnten den Sparern 1848 und 1870 ihre Guthaben nur in französischen Renten statt in bar ausgezahlt werden. In Grossbritannien sind die Mängel dieses Systems schon durch die rückläufige Bewegung der Kurse der Staatsanleihen zu Tage getreten. Ende 1910 betrugen die Einlagen bei den

Postsparkassen	168,890	Millionen Pfd. Sterl.
bei den Trustee Saving Banks .	52,267	Millionen Pfd. Sterl.
Auf diese	221,157	Millionen Pfd. Sterl.,

die in englischen Anleihen angelegt sind, soll schätzungsweise durch ihren Kursrückgang eine Unterbilanz von über 25 Millionen Pfund Sterling entstanden sein.

In Deutschland widersetzt sich jedes Institut und jede Sparkasse dem Verlangen, einen Teil ihrer Gelder in Staatsanleihen anzulegen, da ihr andauernder Kursrückgang die in Frage kommenden Käufer abschreckt.

Diese Bedenken können nur dadurch gemildert oder beseitigt werden, dass man eine Schuldform schafft, welche sich gleichzeitig zur Hemmung des Kursrückganges der Anleihen eignet und dabei jeden Verlust durch Kursrückgänge ausschliesst. Hierfür könnte, wie bereits an anderer Stelle (die Deutschen Anleihen vom Verfasser) ausgeführt, die Schaffung von Annuitäten in Vorschlag gebracht werden. Dies ist eine Anleiheart, bei der eine gleichbleibende Rückzahlung für eine bestimmte Reihe von Jahren festgesetzt ist, die neben der Verzinsung eine gleichteilige Quote des dargeliehenen Schuldkapitales als Tilgungsparzelle in sich schliesst und daher mit der Wirkung verbunden ist, dass durch sie die Schuld verzinst und durch allmähliche Abtragung der Kapitalteilchen am Ende eines festgesetzten Zeitraumes zurückbezahlt wird. Kommen ungewöhnlich grosse Summen Staatsanleihen an den Markt, so könnte die Finanzverwaltung gegen den Anschaffungswert der von ihr zurückgekauften Anleihen Annuitäten in Umlauf setzen. Die Annuitäten müssten als Schuldkapital die für den Rückkauf der Anleihen zum Tageskurs ausgelegten Kapitalssummen, als Verzinsung den durch Erwerb der Staatsanleihen gesparten effektiven Zinsbetrag unter Abzug von Zinsen und Zinseszinsen der jährlich abzutragenden Kapitalsquoten als einheitliches Ganzes enthalten. Der Finanzverwaltung würde es durch die Schaffung von Annuitäten ermöglicht, bei dauernden Kursrückgängen Anleihebeträge, über die Mittel des Tilgungsfonds hinausgehend, aufzunehmen, und dies mit der Tilgungsdotation der folgenden evtl. späterer Jahre zu verrechnen. Die Finanzverwaltung ist dadurch nicht an die Höhe der Dotation bzw. an die Mittel des Tilgungsfonds gebunden und kann grossen Kursrückgängen durch unlimitierte Interventionskäufe mit Aussicht auf Erfolg entgegenarbeiten. Durch Begebung von Annuitäten würden sich ausserdem bei rückgängiger Kursgestaltung erhebliche Kapitalsbeträge freiwillig in den Dienst des Staatskredites stellen. Die zu rückgängigen Kursen aufgenommenen, in Annuitäten umgewandelten Schuldverschreibungen werden um so leichter Abnehmer finden, je billiger der Rückkaufspreis der den Annuitäten zugrunde liegenden Anleihen ist, da sich die Realverzinsung für den Erwerber der Annuitäten alsdann entsprechend höher stellt. In Oesterreich hat im Oktober 1911, als die politische Unsicherheit wegen der marokkanischen Frage noch nicht geschwunden war, der Finanzminister einen Versuch mit dem Annuitätensystem gemacht und Annuitäten auf Beträge von je 500 000,— Kronen lautend, der Rentabilität der österreichischen Staatswerte entsprechend mit 4,35 Prozent verzinslich und in 90 Jahren rückzahlbar in Gesamtbeträgen von 60 Millionen Kronen bei den Versicherungsgesellschaften untergebracht. Eine frühere Rückzahlung oder Konversion hat sich die österreichische Regierung vorbehalten.

Diese Anleiheform würde eine passende Ergänzung unseres Anleihesystems bilden. Da jeder Kursverlust hierbei ausgeschlossen ist, würden Annuitäten die geeignetste Anlage für alle diejenigen Institute sein, welche dem Anlagezwang in Staatsanleihen unterliegen. Zur Abgabe an das Publikum eignen sie sich weniger; viele Kapitalisten könnten der Versuchung nicht widerstehen, die in den jährlichen Raten enthaltenen Kapitalsrückzahlungen zu verbrauchen. Es würde sich empfehlen, allen Kassen und Anstalten, welche zur Anlage eines Teils ihrer Mittel in Deutschen Reichs- oder Staatsanleihen verpflichtet sind, freizustellen, die in den jährlichen Rückzahlungen enthaltenen Kapital- resp. Tilgungsbeträge wieder in Annuitäten oder in Deutschen Reichs-

oder Staatsanleihen selbst anzulegen. Auf diese Weise würden für beide Anleihearten stets neue Abnehmer resp. neue Käufer entstehen.

Dass in Grossbritannien in neuester Zeit Annuitäten in grossen Beträgen nicht mehr zur Ausgabe gelangt sind, spricht nicht gegen diese Anleiheform; dies liegt in den englischen Verhältnissen. Das Verhältnis der Annuitäten zu der fundierten Schuld stellte sich in England folgendermassen:

	Fundierte Schuld	Annuitäten
	Alles in Millionen	Pfund Sterling
1885	640,2	86,12
1890	585,9	71,73
1895	586,—	53,58
1900	552,6	60,24
1905	635,7	47,76
1908	625,—	39,41
1909	621,8	38,—
1910	614,9	35,88
1911	610,3	34,12

Annuitäten wurden in England seit 1761 meist als Zutaten zu den Anleihen, um für solche Pari erzielen zu können, ausgegeben. Nach dem Vorschlag Gladstones wurden seit 1867/68 die im Besitze der Sparkassen sowie des obersten Gerichtshofes befindlichen Konsolsbestände in Annuitäten mit 18jähriger Laufdauer umgewandelt mit der Verpflichtung, die nach Verzinsung der Gerichtshof- resp. Sparkassendepositen in den Zeitrenten enthaltenen Amortisationsquoten wieder zu Konsolskäufen im offenen Markte zu verwenden. Durch diese Umwandlung in eine Zeitrente war der Staat nach 18 Jahren von seiner Schuld an die Spar- und Gerichtskassen vollständig befreit, während in demselben Betrage Konsols im offenen Markte angekauft wurden. Als ein grosser Teil der Annuitäten 1885 abgelaufen war, wurden sie durch neue Zeitrenten, bis 1904 laufend, ersetzt. Diese Anleiheform wurde in den drei letzten Dezennien des vorigen Jahrhunderts bei kleineren Schuldaufnahmen öfters angewandt und ausserdem mehrfach Konsols aus dem Besitze öffentlicher Kassen gegen Zeitrenten ausgetauscht. Die Finanzverwaltung bezweckte damit eine verstärkte Schuldentilgung herbeizuführen, bei welcher eine Abänderung resp. Verminderung durch das Parlament unmöglich war. Gleichzeitig wollte sie durch die Wiederanlage der in den Zeitrenten enthaltenen Amortisationsquote in Staatsrenten einer Erhöhung der Konsolskurse Vorschub leisten, um die bereits 1853 versuchte, aber erfolglos gebliebene Konversion der 3proz. Anleihen in $2^1/_2$ proz. vorzubereiten. Von 1881 bis 1889 wurden über $81^1/_2$ Millionen Pfund Sterling 3proz. Konsols allein seitens der Sparkassen dem Markte entnommen. 1888 wurden die 3proz. Konsols in Schuldverschreibungen gleichen Kapitalsbetrages umgewandelt, die bis 1903 $2^3/_4$ pCt. Zinsen trugen, von da an mit $2^1/_2$ pCt. verzinslich und bis 1923 unkündbar sind. Nach der Konversion trat in den Sparkassenkäufen eine Ruhepause ein. Die 3proz. Konsols, welche 1881 zwischen 103 und $98^1/_4$ schwankten, also sich um den Paristand herumbewegten, hielten sich auf diesem Niveau bis zur Konversion von 1888. Die entstandenen $2^3/_4$ proz. Anleihen schwankten von 1889 bis 1893 zwischen 96 und $98^1/_2$. Von 1894 an wurden in Voraussicht der 1903 automatisch sich auf $2^1/_2$ pCt. ermässigenden Verzinsung der Konsols die Konsolskäufe der öffentlichen Kassen und Institute wieder aufgenommen, und bis 1899 im ganzen 60,77 Millionen Pfund Sterling seitens der Sparkassen gekauft. Durch die günstige Lage des Geldmarktes seit 1891, die Abneigung gegen ausserenglische Werte als Nachwirkung der Baring-Krisis, durch die andauernden Käufe der öffentlichen Kassen im Verein mit übermässigen Erwerbungen zu Tilgungszwecken erreichte der Konsolskurs 1897 den Höchststand von $113^7/_8$, um sich 1898 zwischen $113^3/_8$ und $106^1/_4$ zu bewegen. 1899 trat der Rückgang ein, indem das englische Standardpapier von $111^1/_2$ auf $97^1/_2$ sank. Durch die geschilderte Praxis der englischen Finanzverwaltung, die im Besitz öffentlicher Institute und Kassen befindlichen Konsols sich gegen Uebergabe von Zeitrenten aushändigen zu lassen, sowie durch die Gewöhnung, öffentliche Gelder in Konsols anzulegen, befanden sich seit Ende der 1860er Jahre etwa 30 pCt. der gesamten englischen Staatsschuld in der Verwaltung der staatlichen Organe.

So waren

	von Millionen Pfund Sterling Staatsschuld	etwa Millionen Pfund Sterling im Umlauf
1879	772	590
1890	689	510
1899	628	430
1902	745	547
1909	703	496
1911	685	473

In diesen Zahlen sind die Bestände der grossen Aktiengesellschaften, wie der Banken, der Transport-Versicherungs- und Industrie Unternehmungen, welche gewohnheitsgemäss einen Teil ihrer Reserven in englischen Staatspapieren anlegen, nicht einbegriffen. Dieser Besitz hat in den letzten Jahren infolge des Kursrückganges eine Minderung erfahren. Alle diese Massnahmen und Gewohnheiten wirkten auf eine Hebung des Preisniveaus der englischen Staatsanleihen hin. Solange die Konsols sich in steigender Richtung bewegten, zog jedermann den Erwerb von Konsols demjenigen von Annuitäten, die keine Möglichkeit von Kursgewinn boten, vor; daher hatte die Finanzverwaltung keinerlei Veranlassung, den öffentlichen Kassen und Instituten ein Papier zu übergeben, welches von den Kursschwankungen unabhängig war. Dieses Argument, welches jetzt in Deutschland für die Ausgabe von Annuitäten mitspricht, konnte für England bis zum Ende des vorigen Jahrhunderts gar nicht in Frage kommen.

Der Transvaalkrieg mit seinen unvermeidlichen Ansprüchen an den Geldmarkt, musste bei der künstlich geschraubten Bewertung der Anleihen einen scharfen Rückschlag bringen. Dass dieser Rückgang nicht vorübergehender Natur war, sondern dass zehn Jahre nach Beendigung des südafrikanischen Feldzuges die Kurse der englischen Anleihen immer noch keine Erholung zeigen, liegt wohl in der Wirtschaftsgestaltung, aber hauptsächlich in den veränderten inneren politischen Verhältnissen Englands. Wirtschaftlich und finanziell sind es teilweise dieselben Faktoren, welche in Deutschland den Rückgang der Staatsanleihen verschuldet haben. Die grosse Vermehrung der kommunalen Schuldenlast als die Folge der enormen Entwicklung und des starken Aufblühens der Städte und Gemeinden. Den grossen Ansprüchen an den Kapitalmarkt in Deutschland durch Mobilisierung der Bodenwerte vermittelst starker Hypothekenbelastungen und grosser Pfandbriefemissionen standen in England die Ausgaben für Hebung und Besserung der Agrarverhältnisse Irlands gegenüber. Die erhöhten Anforderungen an die Lebenshaltung sowie die starke Steigerung der Kosten für Rüstungszwecke war beiden Ländern gemeinsam. Während aber die Geld- resp. Kapitalsverteuerung bei uns mit der durchgreifenden Umgestaltung, mit dem ungeahnten Aufschwung unserer National- und Weltwirtschaft in den letzten 30 Jahren in engster Verbindung stand, ist diese Wechselwirkung zwischen Wirtschaftsentwicklung und Kapitalsmarkt in England in solcher Intensität nicht vorhanden. Das vereinigte Königreich besitzt bereits seit 1713 das grösste Kolonialreich; es

war von der Mitte des 18. Jahrhunderts bis 1870 die auf dem Weltmarkte allein gebietende Nation, der einzige Grosshandels- und Grossindustriestaat. Durch seinen gewaltigen, Jahrhunderte bestehenden Nationalreichtum, verbunden mit den starken Kapitalszuflüssen, die sich nach Grossbritannien als Mittelpunkt des Handels- und Zahlungsverkehrs der Welt ergiessen, nimmt der Kapitalsanteil, welchen die englische Volkswirtschaft zu ihrer Aufrechterhaltung und Erweiterung benötigt, einen weit geringeren Teil des zur Verfügung stehenden Gesamtkapitalbetrages in Anspruch als bei uns.

Die Hauptursache der rückläufigen Bewegung der englischen Staatsanleihen ist in der Kolonial-Akte von 1903 zu suchen, durch welche den Schuldverschreibungen fast aller englischen Kolonien der Charakter richterlicher Mündelsicherheit (Trustee investments) verliehen wurde. England mit seinen $45\frac{1}{4}$ Millionen Einwohnern hat die Schuldobligationen seiner aussereuropäischen Besitzungen von etwa 350 Millionen Einwohnern seinen eigenen Staatsanleihen gleichgestellt. Mit dieser Verquickung zwischen Kolonien und Mutterland tat Grossbritannien den ersten Schritt auf dem Wege zum Imperialismus; hierdurch wurden alle fremden Nationen von den Anleihegeschäften der englischen Besitzungen ausgeschlossen. Die Werte, welchen in England der Charakter als mündelsicher verliehen wurde, dürften etwa 600 Millionen Pfund Sterling betragen. Politisch war es ein feiner Schachzug der englischen Staatskunst, die grosse Kapitalskraft Grossbritanniens als Tragpfeiler seiner Macht gegenüber den Kolonien zu benutzen, finanziell wurde dieser Zusammenschluss auf Kosten der englischen Staatspapiere vorgenommen. Die englischen Finanzleiter und Finanzmänner rechneten als Folge dieser Massregel mit dem unausbleiblichen Rückgange der heimischen Staatsanleihen. Dass der englische Konsolskurs nach Beendigung des südafrikanischen Feldzuges sich

1903	zwischen	$93\frac{5}{8}$	und	$86\frac{7}{8}$
1904	„	$91\frac{1}{4}$	„	$84\frac{1}{2}$
1905	„	$91\frac{15}{16}$	„	$87\frac{1}{2}$
1906	„	$91\frac{1}{4}$	„	$85\frac{9}{16}$
1907	„	$87\frac{9}{16}$	„	$80\frac{3}{4}$
1908	„	$88\frac{1}{2}$	„	$83\frac{1}{4}$

also bis 1908 in rückgängigen Kurven bewegte, erregte daher keinerlei Verwunderung. In den führenden englischen Finanzorganen begegnete man keinen Vorschlägen, die zur Hebung des Kursstandes in Betracht kommen könnten. Erst als 1910 der Rückgang sich bis $78\frac{3}{8}$ verschärfte, Konsols 1911 zwischen $82\frac{7}{8}$ und $79\frac{1}{8}$ schwankten, der heftige Kursrückgang unerwartete finanzielle Zusammenbrüche und Katastrophen brachte, bilden die Klagen über den Rückgang des Standardpapiers eine stehende Rubrik in den Finanzblättern, und man beginnt Massnahmen zur Erhöhung des Preisniveaus der Staatsanleihen zu erörtern.

Die Anleihen und Obligationen der Provinzen, der staatlichen Kreditinstitute, die Pfandbriefe der Landschaften, die Kommunalanleihen sowie die Pfandbriefe der Hypotheken-Aktien-Banken usw. usw. sind bei uns die gewichtigsten Konkurrenten der Staatsanleihen. Alle diese Körperschaften, welche sich auf dem Wege öffentlicher Anleihen Kredit verschaffen, sind organische Glieder des Staats- und Reichsganzen. Der grosse wirtschaftliche Aufschwung Deutschlands ist zum grossen Teil gerade den Aufwendungen zu danken, welche von Provinzen, Städten, Landschaften usw. usw. für ihre Hebung und damit zur Blüte der gesamten Volkswirtschaft gemacht worden sind. Seitdem die Schulden einzelner dieser Organe erheblich zunahmen, hat der Staat seine Aufsicht über ihre Anleihepolitik verschärft und ein grösseres Masshalten bei der Aufnahme neuer Anleihen sowie deren raschere Abtragung durch Verstärkung der Tilgung vorgeschrieben. Hierin liegt der Unterschied zwischen den heimischen und den englischen Verhältnissen, der entschieden zu unsern Gunsten spricht. Die Anleihen der englischen Besitzungen werden nach Bedarf und zum Nutzen der jeweiligen Einzelkolonien aufgenommen; der Zentralregierung steht ausser für Indien kein Einspruchsrecht hierbei zu, und sie wird auch aus politischen Ursachen sich jeder Einmischung in die finanzielle Bewegungsfreiheit ihrer Besitzungen tunlichst enthalten. Bei Ausgabe von Annuitäten müssten die in den Zeitrenten enthaltenen Kapitalsrückzahlungen resp. Tilgungen aus dem Vermögen des Mutterlandes bestritten werden. Es würde also englisches Kapital seiner Beschäftigung und produktiven Verwendung entzogen, während die durch die Schuldenaufnahme erworbenen Wertobjekte und Verbesserungen den kolonialen Staatshaushalten zugute kämen. Nachhaltige Kurserhöhungen würden hierdurch schwerlich zu erzielen sein, da bei dem starken Anleihebedarf der Kolonien das dauernde Angebot von neuen Kolonialwerten den Kurs der englischen Anleihen immer wieder nachteilig beeinflussen würde. Dabei gewähren die Kolonialregierungen besondere Vergütungen (1 pCt. Provision dem Publikum) für die Unterbringung ihrer Papiere. — Die Erörterung des englischen Annuitätenwesens sollte klarlegen, warum man von dieser Anleiheform bei den veränderten finanziellen Verhältnissen Englands in neuerer Zeit wenig Gebrauch macht, während sie als passender Schlussstein für unser Tilgungswesen in Vorschlag gebracht wird.

Ein weiterer Vorzug bei Einreihung von Annuitäten in das Netz unserer Stastsanleihen ist die Möglichkeit, bei vorliegenden dringenderen unaufschiebbaren Staatsausgaben die Tilgung auf ein oder mehrere Jahre hinauszuschieben, die alsdann jederzeit wieder aufgenommen werden kann. In England nahm man 1885/1886 infolge der Ausgaben für Afrika und angesichts der drohenden russischen Kriegsgefahr eine Tilgung der Annuitäten nicht vor, ebenso wurden 1900 und 1901 wegen der hohen Ausgaben für den Transvaalkrieg die Tilgungen der Annuitäten eingestellt und die Gelder, es waren jährlich 4,67 Millionen Pfund Sterling zur Deckung der Kriegskosten verwandt. Der bestehende Kriegsschatz würde bei gleichem Vorgehen im Falle eines Krieges eine ins Gewicht fallende Verstärkung erfahren. Hierdurch unterscheiden sich Annuitäten von den verzinslichen Schatzanweisungen. Letztere, auf drei bis fünf Jahre ausgestellt, sind bei Verfall zu Pari zurückzuzahlen; diese Verpflichtung muss, um den Kredit des Staates nicht zu untergraben, pünktlich erfüllt werden. Der Zeitpunkt der Heimzahlung grösserer Beträge muss viele Jahre vorher bestimmt und festgelegt werden, wobei es sich nicht vorhersagen lässt, in welcher Verfassung sich die Finanz- und Geldverhältnisse am Rückzahlungstermine befinden. In Grossbritannien mit seiner langjährigen Finanzerfahrung pflegt man Emissionen kurz rückzahlbarer Schulden in normalen Zeiten zu vermeiden, um eine Reserve für schwierige Marktverhältnisse zu haben. Bei den Annuitäten verteilt sich die Rückzahlung resp. Tilgung des Kapitales auf viele einzelne Termine (auf 5, 10, 20 oder mehr Jahre), sodass jährlich nur ein entsprechender Teilbetrag fällig wird. Die Ansicht von der Unkonvertierbarkeit der Annuitäten ist dadurch entstanden, dass diese Schuldgattung sich in England fast ausschliesslich im Besitze von öffentlichen Kassen befindet; wohl aus diesem Grunde hat man die Konversion auf sie nicht erstreckt. In Frankreich ist eine Konversion bereits vorgenommen worden. Die von 1875 an anlässlich der Rückzahlung der 6 proz. Morgananleihe der Caisse des Dépots et Consignations auf einer Basis einer 4 proz.

Verzinsung gewährten jährlichen Annuitatszahlungen von 17,3 Millionen Francs wurden 1892 unter Ermässigung des Zinsfusses auf $3\,^1/_2$ pCt. auf jährlich 16,490 Millionen Francs ermässigt, um 1895 unter Herabsetzug der Verzinsung auf 3 pCt. auf den Betrag von 15,79 Millionen Francs jährlich verringert zu werden. Die österreichische Regierung hat sich, wie bereits erwähnt, eine frühere Rückzahlung oder Konversion der 1911 aufgenommenen Annuitäten-Anleihe vorbehalten. Es bleiben noch die Bedenken gegen Zirkulationsfähigkeit und Lombardfähigkeit der Annuitäten zu erörtern. Diese Anleiheart, die sich äusserlich als eine Einheit darstellt, involviert getrennt Zins- und Tilgungsquote; die Berechnung einer Annuität geschieht nach den Regeln der Zinseszinsrechnung und ist genauer mathematischer Berechnung zugänglich. Der Wert resp. Kurs wird daher von dem Unterschied zwischen dem der Annuität zugrunde liegenden, sowie dem herrschenden (landesüblichen) Zinsfuss und von der Zeitdauer der Annuitätenzahlungen abhängen. In der Annuität ist daher stets ein feststehender Kapitalsbetrag enthalten, der vermittelst jährlicher Zahlungen in einer bestimmten Zeit zu tilgen, dessen Sicherheit daher über allem Zweifel erhaben ist. Die Kursschwankungen werden und können daher nur klein sein. Das verfügbare Kapital würde jederzeit, besonders aber in Perioden wirtschaftlichen Niederganges, der höheren Sicherheit halber, sich vielfach eher Annuitäten zuwenden als Prima-Bank-Akzepten, besonders wenn man Annuitäten mit nicht zu langer Laufzeit schafft. Jeder kleine Kursrückgang, der eine entsprechend höhere Verzinsung bedeutet, würde neue Käufer bringen. Ein solches Effekt ist sowohl zu regelmässigen Umsätzen im Börsenverkehr unter den börsenmässigen Einrichtungen als zur Unterlage für Lombardierungen geeignet, da es jederzeit ohne Schwierigkeiten verkäuflich sein wird.

Es wird zu erwägen sein, ob überhaupt Massregeln zur Hebung des Kurses der Staatsanleihen anzuwenden sind, oder ob man die Kursbewegungen sich selbst überlassen soll. Bei der erstklassigen Qualität unserer Reichs- und Staatsanleihen, die hierin schon allein durch ihre Fundierung wesentlich die Schuldverschreibungen aller übrigen Staaten übertreffen, ist der Rückgang in der Bewertung lediglich das Produkt unseres wirtschaftlichen intensiven Vorwärtsdrängens. Die starke und sich stets steigernde Inanspruchnahme des Kapitalmarktes für wirtschaftliche Zwecke sowie für die Anleihen des Reiches, der Staaten, Kommunen und sonstigen öffentlichen Körperschaften brachte hohe Zinssätze. Der erhöhte Zins auf dem Kapitalmarkte drückte die Kurse der erstklassigen Staatswerte herab. Aber die Wechselwirkung zwischen der Höhe des Kapitalzinsfusses und dem Preisniveau der Anleihen, resp. die Intensität der Wirkung des Zinsfusses auf die Kursgestaltung ist nicht feststehend, sondern verschiebbar. Um dies an einem Beispiel zu erörtern. Bei dem Stand des Reichsbankdiskonts von 5 pCt., des Privatdiskonts von $4^7/_8$ pCt. bei dem Satze für erste Hypothekarbeleihungen (der als Kapitalszinsfuss gelten soll), von $4^1/_4$ pCt. bis $4^1/_2$ pCt. notierten am 30. März a. c. $3^1/_2$ pCt. Reichsanleihen und $3^1/_2$ proz. Preuss. Konsols $90^1/_2$, die 3 proz. Anleihen 81,70. Diese Geld- und Kapitalsbewertung würde kein Hindernis für einen Kursstand der $3^1/_2$ proz. Anleihen von etwa 95—96, der 3 proz. Anleihen von etwa 87—88 pCt. sein. Der Staat müsste nur durch besondere Vorteile, wie beispielsweise im Lombardverkehr der Reichsbank, durch Lombardfähigkeit der Staatsschuldverschreibungen im Postscheckverkehr, Reichs- und Staatsanleihen aus dem Kreise der übrigen Anlagewerte herausheben. Diese Bevorzugungen dürften selbstverständlich keine wirtschaftlichen Nachteile oder Schäden nach anderer Richtung nach sich ziehen. Es würde ausserdem zur Stabilisierung der Kurse unserer Anleihen beitragen wenn alle diejenigen Anstalten und Kassen, welche gesetzlich als Käufer für Reichs- und Staatsanleihen herangezogen werden, gehalten würden, beim Vorhandensein flüssiger Mittel diese auf Verlangen zu den jeweiligen Bedingungen der Reichsbank, ohne weitere Provisions- oder Spesenberechnung, zur Lombardierung von Reichs- und Staatsanleihen zu verwenden und einer zu bestimmenden Behörde monatlich Bericht zu erstatten, wie weit solche Anträge Berücksichtigung gefunden haben oder abgelehnt worden sind. Um Belästigungen zu vermeiden, müsste die Berechnung eines Mindestzinsfusses von 10 bis 14 Tagen den Ausleihern gestattet sein.

In dem Kursstand der Staatsrente wird die Finanzkraft der Nation zum Ausdruck gebracht. Ein hoher Preisstand der Staatsanleihen ist die beste finanzielle Kriegsbereitschaft, es wird hierdurch in Kriegsfällen die pünktliche Aufbringung der erforderlichen Mittel erleichtert. Bei einem Erwerb von Kolonien oder sonstiger politisch oder wirtschaftlich wichtiger Verkehrsanstalten durch Kauf ist ein hochbewerteter Staatskredit von eminentem Interesse. Eine solche epochemachende Finanztransaktion war 1875 der Erwerb von 176602 Suez-Aktien durch England für 4 Millionen Pfund Sterling; für diesen Betrag wurde eine bis 1912 tilgbare Zeitrente bei den Sparkassen aufgenommen. Vom wirtschaftlich-sozialen Standpunkte aus ist ein günstiger und stabiler Preistand der Staatswerte ebenfalls nicht zu unterschätzen. Von 1550 bis 1800 und dann wieder von 1850 bis zur Gegenwart hat eine ausserordentliche Ausdehnung der staatlichen Wirtschafts- und Finanztätigkeit stattgefunden. In den letzten 50 Jahren hat sich durch die ungeahnten Fortschritte der Technik, die Zunahme des Kapitals und der Bevölkerung bei gesteigerten Ansprüchen derselben an die Lebenshaltung diese Staatstätigkeit noch erheblich gesteigert. Der Staat übernimmt in immer ausgedehnterem Masse diejenigen Tätigkeiten zur Befriedigung der Bedürfnisse seiner Angehörigen, welche die Kräfte der Privatwirtschaften übersteigen und welche dieselben nur weniger gut oder mit bedenklichen sozialen und politischen Folgen oder nur kostspieliger ausüben können. Es liegt nicht ausser dem Bereiche der Möglichkeit, dass der Staat einen Teil derjenigen Schätze der Erde, welche durch übergrosse Förderung oder starken Abbau in absehbarer Zeit der Erschöpfung entgegengehen, in Besitz und Verwaltung nimmt. Man denke ferner an die jüngsten Vorgänge in der Kohlenindustrie, wo Stockungen durch Streiks die schlimmsten Schädigungen der gesamten Volkswirtschaft nach sich ziehen konnten. Ob und welche Gebiete eine Verstaatlichung in absehbarer Zeit ergreifen wird, lässt sich nicht sagen; die Bewegung auf Ersatz der Privattätigkeit durch Verstaatlichung oder Kommunalisierung grosser Transport-, Wirtschafts- und Bauunternehmungen ist jedoch noch im Wachsen. Bei unserer kapitalistischen Wirtschaftsordnung muss der für die Uebernahme und den Betrieb der Unternehmungen erforderliche Kapitalsaufwand eine Verzinsung, möglichst noch einen Ueberschuss über dieselbe bringen, der um so leichter zu erzielen ist, je niedriger die Verzinsung des Anlagekapitales sich stellt. Da dasselbe für die zu verstaatlichenden Unternehmungen durch Ausgabe von Staatsanleihen beschafft wird, so erweitert und erleichtert ein hoher Erlös bei ihrer Begebung die Staatstätigkeit, in der sich meistens kapitalistische mit sozialpolitischen und hygienischen Zwecken paaren.

Es ist daher ein gewichtiges Staatsinteresse, mit allen nur zulässigen Mitteln auf einen besseren Kursstand unserer Staatsrenten hinzuwirken, damit die zur Erfüllung der Staatszwecke benötigten Anleihen zu angemessenen Kursen jederzeit schlank Absatz finden.

Verbandsnachrichten.

Der Vorstand des Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes wird in einer Mitte nächsten Monats stattfindenden Sitzung über Einberufung und Tagesordnung des IV. Allgemeinen Deutschen Bankiertags Beschluss fassen. In dieser Sitzung sollen ausserdem die in dieser Zeitschrift von Herrn Geh. Oberfinanzrat Dr. von Lumm erörterten Fragen der Diskontpolitik der Reichsbank, insbesondere in ihrer praktischen Tragweite für das private Bankgewerbe besprochen werden; hierbei werden auch Wünsche, welche in diesem Zusammenhang aus Kreisen der Provinzbankiers gegenüber dem Centralverband geäussert worden sind, den Gegenstand eingehender Beratung bilden.

Gerichtliche Entscheidungen.

Bürgerliches Recht.

Zu BGB. §§ 284, 676, 762, 138 BörsG. § 94.

1. Dadurch, dass der Bankier nicht sofort nach Eintritt des Verzugs seines Kunden mit Zahlung des anerkannten Saldos den Selbsthilfeverkauf vornimmt, sondern noch für den Kunden Zubussen zahlt und für ihn Einnahmen einzieht, verzichtet er noch nicht auf die Verzugsfolgen.
2. Zum Wesen des Börsenspiels (§ 762 BGB.) gehört eine wirkliche Spielvereinbarung; es genügt das blosse Kennenmüssen der Spielabsicht des Kunden noch nicht.
3. Ob ein Bankleiter, der es wissentlich duldet, dass seine Angestellten dritte Personen zu Börsenspekulationsgeschäften veranlassen, sich damit eines unsittlichen Verhaltens schuldig macht, ist Tatfrage.
4. Für die Haftbarkeit für Ratserteilung ist es erheblich, ob der den Rat Nachsuchende spekulieren wollte.

Urteil des RG. Ziv.-Sen. II, vom 24. November 1911. II 177 11[1]).

Die Klägerin stand seit 1904 mit dem Beklagten derart in Geschäftsverbindung, dass sie ihm Kredit zur Anschaffung von Kuxen und Kaliaktien gewährte, auch die erforderlichen Zubussen für ihn zahlte, wogegen der Beklagte auf die entstandenen Schulden Abschlagszahlungen leistete und die Ausbeute aus seinen Wertpapieren gutgeschrieben erhielt. Die regelmässig erhaltenen halbjährlichen Kontoauszüge, zuletzt den Auszug mit dem Saldo vom 1. Juli 1906, erkannte der Beklagte an und verpflichtete sich, das Soll bankmässig zu verzinsen. Am 4. September 1907 wurde das Konto mit einem Gesamtguthaben der Bank in Höhe von 131 064 M. 95 Pf. geschlossen. Diesem stand eine Deckung von Wertpapieren des Beklagten im Werte von 72 747 M. gegenüber, um welchen Betrag sie die Klägerin zur Befriedigung ihrer Forderung verkaufte, so dass ihr noch ein Restguthaben von 58 317 M. 95 Pf. verblieb. Die Zahlung dieser Summe verlangt die Klägerin; aushilfsweise hat sie den Antrag auf Zahlung von 145 398 M. 70 Pf. nebst 6 pCt. Zinsen seit dem 17. Mai 1909 gegen Herausgabe einzelner dem Beklagten gehöriger Effekten gestellt.

Der Beklagte hat u. a. in erster Instanz das Recht der Klägerin, seine Effekten zu verkaufen, bestritten und aufrechnungsweise einen Schadenanspruch von 25 005 M. geltend gemacht, das Landgericht hat die Verhandlung und Entscheidung hierüber vorbehalten und durch Teilurteil vom 15. Januar 1910 den Beklagten zur Zahlung von 33 312 M. 95 Pf. verurteilt. Die hiergegen vom Beklagten eingelegte Berufung ist durch Urteil des Oberlandesgerichts Naumburg vom 1. April 1911 zurückgewiesen worden. In dem Berufungsverfahren hat der Beklagte gegen die Klagforderung den Einwand des Spiels, des Verstosses gegen die guten Sitten und der falschen Ratserteilung erhoben, auch behauptet, die Klägerin habe ihn unter Benutzung seines Leichtsinns und seiner Unerfahrenheit zum Börsenspiel verleitet, den hieraus für sie erwachsenen Forderungen könne er die Erfüllung verweigern.

Die Revision des Beklagten ist aus folgenden Gründen zurückgewiesen worden:

1. Das Berufungsgericht prüft zunächst den Einwand des Beklagten, dass die Klägerin seine Effekten nicht habe verkaufen dürfen, weil er nicht im Verzug gewesen sei. Es stellt jedoch die Berechtigung der Klägerin hierzu fest, weil es für erwiesen annimmt, dass der Beklagte von der Klägerin am 25. Juli 1906 gemahnt worden sei und daraufhin erklärt habe, kein Geld zu haben. Da seit dem 1. Januar 1907 aber keine Zahlungen mehr an die Klägerin geleistet worden seien, sei der Beklagte vom „genannten" Zeitpunkt ab in Verzug, ohne dass es einer Kündigung der Geschäftsverbindung oder einer nochmaligen Aufforderung zur Zahlung des Saldos bedurfte. Hiergegen richtet sich der erste Angriff der Revision. BGB. § 284 sei verletzt, weil es an der Feststellung fehle, dass die Klagforderung zur Zeit der Mahnung (25. Juli 1906) fällig gewesen sei. Bei der Art der Geschäftsverbindung müsse angenommen werden, dass die Klägerin sie erst kündigen müsse, wenn sie sie auflösen wolle. Weiter habe die Klägerin aus jener Mahnung keine Folgen gezogen, sondern die Geschäftsverbindung zunächst durch weitere Kreditgewährung fortgesetzt, ihr Guthaben also weiter gestundet. Unter diesen Umständen hätte es einer erneuten Handlung bedurft, um die Forderung der Klägerin fällig zu machen, ebenso einer erneuten Mahnung, um sie zum Selbsthilfeverkauf zu berechtigen.

Diese Angriffe sind nicht berechtigt.

Nach Ziffer 1 der Geschäftsbedingungen konnte die Klägerin die Geschäftsverbindung ohne vorausgehende Kündigung jederzeit aufheben und es wurde dann der Saldobetrag sofort fällig und zahlbar. Die Aufhebung muss natürlich dem andern Teil erklärt werden, diese Erklärung kann jedoch mit der Mahnung verbunden werden (RG. 50, 561). Aus der Mahnung ersah der Beklagte den Willen zur Aufhebung. Der Beklagte befand sich also tatsächlich vom 25. Juli 1906 ab in Verzug und es waren daher für die Klägerin nach Ziffer 7 Abs. 3 der Geschäftsbedingungen die Voraussetzungen für den Selbsthilfeverkauf vom 25. Juli 1906 ab gegeben.

Das spätere Verhalten der Klägerin und der Umstand, dass sie nicht sofort die Effekten des Beklagten verkaufte, braucht nicht notwendig als Verzicht auf die Auflösung und als Fortsetzung der Geschäftsverbindung aufgefasst zu werden. Das Berufungsgericht geht auf diese erst von der Revision angeregte Frage allerdings nicht ausdrücklich ein; der Beklagte hatte sich aber auch in den Instanzen auf einen Verzicht auf die Verzugsfolgen nicht berufen. Die Zahlungen von Zubussen zur Erhaltung der Kuxe und die Einnahmen der Ausbeuten, die die Klägerin weiterhin vornahm, lassen sich nun ausreichend auch aus ihrem Bestreben erklären, sich so weit als möglich zu decken. Die Hinausschiebung des Verkaufs der Effekten vollends rechtfertigt sich aus den angebahnten Verhandlungen mit dem Vater des Beklagten, so dass in der Tat nur die Annahme einer nachträglichen Stundung übrig bleibt, die nicht ohne weiteres einen Verzicht auf die Geltendmachung der bereits eingetretenen Verzugsfolgen enthält (Seufferts Archiv Band 24 Nr. 143). Es kann angenommen werden, dass von diesen Gesichtspunkten das Berufungsgericht ausgegangen ist und glauben durfte, dass kein Anlass vorlag, sich darüber besonders auszusprechen.

2. Sodann hat der Beklagte den Einwand des Spiels überhaupt erhoben. Den Einwand erachtet das Berufungsgericht mit Recht unter Bezugnahme auf RG. 52, 250 zwar für zulässig, aber aus tatsächlichen Erwägungen nicht für erwiesen. Die Revision vermisst die Würdigung des Vorbringens des Beklagten in seiner Gesamtheit. Dies ist jedoch wie die Gründe des Berufungsgerichts ergeben, nicht richtig. Es schliesst sich bei der rechtlichen Beurteilung völlig den im angeführten Reichsgerichtsurteil gewiesenen Erwägungen an. Zutreffend ist auch, dass, anders als bei § 764 BGB., hier nicht das blosse Kennenmüssen von der Spielabsicht des Beklagten bei der Klägerin genügt, sondern eine wirkliche ausdrückliche oder stillschweigende Vereinbarung zu spielen erforderlich ist; Goldmann-Lilien-

[1]) Mitgeteilt von Herrn Reichsgerichtsrat Könige, Leipzig.

thal Bürgerliches Gesetzbuch Band I Seite 810 Anmerkung 1. Ob im übrigen die tatsächliche Würdigung und Feststellung der Sachlage gerecht wird, entzieht sich der Nachprüfung des Revisionsgerichts.

3. Ferner hält der Beklagte die Geschäfte, die er mit der Klägerin gemacht hat, für unsittlich und deshalb nach § 138 BGB. für nichtig, denn S. habe in seinem eigenen Interesse und um für die Klägerin Verdienst herauszuschlagen, den Beklagten zu Spekulationsgeschäften verleitet, die in keinem Verhältnisse zu dem Vermögen des Beklagten und seinen Einkünften gestanden hätten; hiervon habe der Direktor Sch. auch Kenntnis gehabt. Das Berufungsgericht erachtet das Verhalten der Klägerin jedoch nicht für unsittlich, denn es entspreche den Anschauungen, die in ihren Kreisen herrschten, und stehe auch nicht mit den Anschauungen der übrigen Volkskreise im Widerspruch. Es sei üblich, dass die Banken durch ihre Beamten deren Bekannte zur Auftragserteilung von Geschäften auffordern liessen. Der Beklagte sei endlich mit dem Vorgehen seines Freundes S. einverstanden gewesen, es sei deshalb unerheblich, ob dieser am Gewinn und Verlust teilgenommen habe. Die Revision vermisst auch hier die ausreichende Würdigung des Vorbringens des Beklagten in seiner Gesamtheit und hält es für unsittlich, wenn die verantwortlichen Leiter einer Bank wissen und geschehen lassen, dass ihre Angestellten jeden Menschen, mit dem sie irgendwie in Berührung kommen, zu Spekulationsgeschäften in einem solchen Umfang zu verführen suchen, dass die dabei möglichen Verluste dessen Ruin herbeiführen können. Läge letzterer Tatbestand vor, wäre freilich dieses Verhalten ein unsittliches, denn es bedeutete gewerbsmässiges Verleiten zum Spekulieren. Derartiges ist aber vom Beklagten selbst in den Instanzen in dieser Schärfe niemals behauptet worden, und wird vom Berufungsgericht nicht für erwiesen erachtet. Auf der anderen Seite ist freilich auch der Ausspruch des Berufungsgerichts in seiner Allgemeinheit, es sei nicht unsittlich, wenn eine Bank durch ihre Beamten deren Bekannte zu Auftragserteilungen auffordern lasse, nicht unbedenklich. Bezeichnend für die Auffassung in Bankkreisen ist z. B. der im „Gewerblichen Rechtsschutz und Urheberrecht" 1911 Seite 66 wiedergegebene Beschluss des Ausschusses des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes vom 17. Dezember 1910[1]). Von Bedeutung ist jedenfalls stets der Inhalt des Geschäfts, das durch die Auftragserteilung auf diese Weise herangezogen wird. Eine Verleitung zum Spekulieren hält das Berufungsgericht jedoch nicht für dargetan und dies beruht ebenfalls auf rein tatsächlicher Würdigung. Insbesondere ruht die Annahme, die vornehmlich hiergegen spricht, dass der Beklagte kein unerfahrener Mann sei, auf ausreichend prozessualer Grundlage. Das Berufungsgericht konnte hierfür recht wohl das ganze Auftreten des Beklagten in den Verhandlungen zum Anhalt nehmen. Im übrigen stützt sich das Berufungsgericht auch auf die Tatsache, dass der Beklagte Prokurist in einem grossen Geschäfte ist. Damit wird der übrigens nicht besonders begründete Vorwurf des Leichtsinns vom Berufungsgericht ersichtlich gleichfalls zurückgewiesen.

4. Endlich hat der Beklagte noch die Behauptung aufgestellt, die Klägerin habe ihm durch pflichtwidrige falsche Ratserteilung einen Schaden von 77 692 M. 40 Pf. zugefügt. Er hat unter Bezugnahme auf das Gutachten Sachverständiger angeführt, für die Zeit der Abschlüsse der einzelnen Geschäfte hätten die gekauften Wertpapiere sämtlich durch künstliche Kurstreibereien einen Kurs erreicht gehabt, der ihren wahren Wert bei weitem überstieg. Wenn die Klägerin dem Beklagten durch einen ihrer Angestellten den spekulationsweisen Ankauf solcher Papiere riet, so habe sie damit gegen die ihr als Bankier obliegende Pflicht verstossen, dem Kunden nur den Ankauf solcher Wertpapiere zu raten, deren Kurs als normal zu bezeichnen war. Das Berufungsgericht sieht den Anspruch nicht für genügend substanziiert an. Es kann dahingestellt bleiben, ob die hiergegen von der Revision erhobene Rüge begründet ist; denn es ist zu beachten, dass es sich überall nicht um den Ankauf von Anlagepapieren, sondern von Spekulationspapieren handelte, bei denen von vornherein keine Uebereinstimmung des wahren Werts mit dem Kurs für sicher angenommen werden konnte. Bei diesen kann eine Verpflichtung in der Strenge, wie die Revision sie behauptet, für den Beklagten nicht ohne weiteres anerkannt werden. Für den Ausfall des Spekulierens muss der Spekulant selber die Gefahr und Verantwortung tragen. Dass ein geradezu arglistiges Verhalten der Klägerin vorgelegen habe, ist nicht behauptet worden.

[1]) vgl. Bank-Archiv Bd. X, S. 109.

Berichtigung.

Von Rechtsanwalt Dr. James Breit.

In meinem Aufsatze über den Verrechnungsscheck in Nr. 13 Ihrer Zeitschrift ist mir ein bedauerlicher Irrtum untergelaufen.

Am Schlusse meines Aufsatzes habe ich ausgeführt, dass Jacusiel in seinem zitierten Artikel den Vorschlag gemacht habe, der Präsentant des Verrechnungsschecks solle im Falle der Unsicherheit des Bezogenen von vornherein verlangen, dass ihm alsbald sein Guthaben Zug um Zug gegen Aushändigung des Schecks ausgezahlt würde. Ich habe darauf hingewiesen, dass dieses Verlangen unberechtigt sein würde und dass der Notar im Falle der Ablehnung nicht zur Protesterhebung berechtigt sein würde.

Mit Recht weist Herr Dr. Jacusiel in einer Zuschrift darauf hin, dass er den von mir unterstellten Vorschlag nicht gemacht hat, sondern dass auch er im Gegenteil gerade betont hat, ein solches Verlangen wäre ungerechtfertigt und ermächtige den Notar nicht zur Protesterhebung.

Statistischer Teil.

Die Reichsbank im Monat März 1912.[1])

1. Der Metallbestand.

Monat		Ausweistage 7 (Metallvorrat in Mark)	15.	23	30
März	1912	1 [illegible]18 247 000	1 137 244 000	**1 248 395 000**	**1 151 646 000**
Febr.	1912	**1 185 566 000**	1 242 084 000	**1 269 548 000**	1 223 070 000
März	1911	1 136 545 000	1 172 384 000	**1 193 772 000**	**1 059 391 000**

2. Der Goldbestand.

Monat		Ausweistage 7. (Goldbestand in Mark)	15.	23.	30.
März	1912	882 197 000	898 189 000	**904 055 000**	**819 634 000**
Febr.	1912	**864 237 000**	910 409 000	**928 416 000**	881 225 000
März	1911	829 799 000	858 154 000	**871 272 000**	**750 867 000**

3. Der Barvorrat [2])

Monat		Ausweistage 7. (Barvorrat in Mark)	15.	23.	30
März	1912	1 289 475 000	1 319 237 000	**1 338 305 000**	**1 199 167 000**
Febr.	1912	**1 256 251 000**	1 325 937 000	**1 362 469 000**	1 282 222 000
März	1911	1 222 461 000	1 268 540 000	**1 297 065 000**	**1 129 882 000**

4. Der Notenumlauf.

Monat		Ausweistage 7. (Notenumlauf in Mark)	15.	23.	30
März	1912	1 554 303 000	**1 527 996 000**	1 547 175 000	**2 099 480 000**
Febr.	1912	**1 635 194 000**	1 537 629 000	**1 487 417 000**	1 607 989 000
März	1911	1 439 652 000	**1 397 508 000**	1 409 059 000	**1 973 582 000**

[1]) Die höchsten und niedrigsten Ziffern der einzelnen Bestände in jedem Monat sind durch fetten Druck hervorgehoben.

[2]) Als Barvorrat gilt gemäss § 9 des Bankgesetzes vom 14. März 1875 der in den Kassen der Reichsbank befindliche Betrag an kursfähigem deutschen Gelde, an Reichs-Kassenscheinen, an Noten anderer deutscher Banken und an Gold in Barren oder ausländischen Münzen, das Pfund fein zu 1392 M. berechnet

5. Die Metalldeckung des Notenumlaufs.

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30.
	Metallvorrat in % des Notenumlaufs			
März 1912	78,38	80,97	80,69	54,85
Febr. 1912	72,50	80,78	85,35	76,06
März 1911	78,96	83 89	84,72	53,68

6. Die Golddeckung des Notenumlaufs.

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30.
	Goldbestand in % des Notenumlaufs			
März 1912	56,76	58,78	58,43	39,04
Febr. 1912	52,85	59,21	62,42	54,99
März 1911	57,64	61,41	61,83	38,05

7. Die Bardeckung des Notenumlaufs.

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30.
	Barvorrat in % des Notenumlaufs			
März 1912	82,96	86,34	86,50	57,12
Febr. 1912	76,83	86,23	91,60	79,74
März 1911	84,91	90,77	92,05	57,25

8. Höchste und niedrigste Deckung des Notenumlaufs.

Monat	Höchster Stand der Metall-deckung %	der Gold-deckung %	der Bar-deckung %	Niedrigster Stand der Metall-deckung %	der Gold-deckung %	der Bar-deckung %
März 1912	80,97	58,78	86,50	54,85	39,04	57,12
Febr. 1912	85,35	62.42	91,60	72,50	52,85	76,83
März 1911	84.72	61,83	92,05	53,68	38.05	57,25

9. Steuerfreier und steuerpflichtiger Notenumlauf.[3])

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30
	Höhe des steuerfreien (+) bezw. steuerpflichtigen (—) Notenumlaufs			
	in Mark	in Mark	in Mark	in Mark
März 1912	+285 172 000	+341 241 000	+341 130 000	—150 313 000
Febr. 1912	+171 057 000	+338 308 000	+425 052 000	+224 433 000
März 1911	+332 809 000	+421 032 000	+438 006 000	— 93 700 000

10. Fremde Gelder.[4])

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30
	Betrag der fremden Gelder in Mark			
März 1912	768 769 000	**852 919 000**	803 247 000	**722 612 000**
Febr. 1912	**615 040 000**	**830 831 000**	801 526 000	750 394 000
März 1911	**671 739 000**	**766 006 000**	758 411 000	676 319 000

11. Die Metalldeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.[5])

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30.
	Metallvorrat in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten			
März 1912	52,44	51,96	53,11	40,81
Febr. 1912	52,69	52,44	55,46	51,86
März 1911	53.83	54.19	55,08	39,98

12. Die Golddeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

Monat	Ausweistage 7.	15.	23.	30.
	Goldbestand in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten			
März 1912	37.98	37,72	38,46	29,04
Febr. 1912	38,41	38,44	40,56	37,49
März 1911	39,30	39,66	40,20	28,34

13. Die Bardeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

Monat	Ausweistage 7	15.	23	30.
	Barvorrat in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten			
März 1912	55,51	55,41	56,94	42,49
Febr. 1912	55,83	55,98	59,52	54.37
März 1911	57,90	58,63	59.84	42,64

14. Höchste und niedrigste Deckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

Monat	Höchster Stand der Metall-deckung %	der Gold-deckung %	der Bar-deckung %	Niedrigster Stand der Metall-deckung %	der Gold-deckung %	der Bar-deckung %
März 1912	53,11	38,46	56,94	40.81	29.04	42.49
Febr. 1912	55,46	40,56	59,52	51,86	37,49	54,37
März 1911	55,08	40.20	59,84	39,98	28,34	42.64

15. Die Wechsel- und Scheckanlage.

Monat	Ausweistage 7	15.	23.	30.
	Wechsel- und Scheckanlage in Mark			
März 1912	**1 042 258 000**	1 053 298 000	1 074 586 000	**1 652 091 000**
Febr. 1912	1 029 539 000	1 030 338 000	**974 175 000**	**1 042 485 000**
März 1911	893 315 000	906 264 000	**890 536 000**	**1 314 815 000**

16. Die Lombardanlage.

Monat	Ausweistage 7	15	23	30.
	Lombardanlage in Mark			
März 1912	89 605 000	90 932 000	**63 883 000**	**111 169 000**
Febr. 1912	67 132 000	98 069 000	**66 134 000**	**130 331 000**
März 1911	72 607 000	76 867 000	**59 727 000**	**261 264 000**

17. Die Effektenanlage.[6])

Monat	Ausweistage 7	15.	23.	30.
	Die Effektenanlage in Mark			
März 1912	36 495 000	**38 556 000**	**6 540 000**	17 122 000
Febr. 1912	56 114 000	**56 635 000**	**36 343 000**	36 444 000
März 1911	**3 518 000**	**1 362 000**	2 420 000	3 299 000

19. Der Diskontsatz.

Monat	Durchschnittl. Bankdiskont %	Durchschnittl. Privatdiskont %	Höchster Bankdiskont %	Höchster Privatdiskont %	Niedrigster Bankdiskont %	Niedrigster Privatdiskont %
März 1912 .	5,00	4,72	5,00	5,00	5,00	$4\frac{3}{8}$
Febr. 1912 . .	5,00	3,79	5,00	$4\frac{1}{4}$	5,00	$3\frac{1}{8}$
März 1911	4,00	3,34	4,00	$3\frac{1}{2}$	4,00	3,00

18. Die Zusammensetzung der Anlagen[7]) der Reichsbank.

Ausweistage; es beträgt in % der gesamten Anlagen die Anlage

Monat	7. in Wechseln u. Schecks	7. in Lombard-darlehen	7. in Effekten	15. in Wechseln u. Schecks	15. in Lombard-darlehen	15. in Effekten	23 in Wechseln u. Schecks	23 in Lombard-darlehen	23 in Effekten	30 in Wechseln u. Schecks	30 in Lombard-darlehen	30 in Effekten
März 1912	89.21	7,67	3,12	89,05	7,69	3,26	93,85	5,58	0,57	92,80	6.24	0,96
Februar 1912	89.31	5,82	4 87	86,94	8.28	4.78	90,48	6,14	3,38	86,21	10,78	3,01
März 1911	92,15	7,42	0,36	92,05	7,81	0,14	93,48	6,27	0,25	83,25	16,54	0,21

[3]) Seit dem 1. Januar 1911 hat sich das steuerfreie Notenkontingent der Reichsbank auf 550 000 000 resp. 750 000 000 M. erhöht.

[4]) Die „fremden Gelder“ entsprechen der Position „die sonstigen täglich fälligen Verbindlichkeiten“ des Reichsbankausweises. Sie setzen sich in der Hauptsache zusammen aus den Giroguthaben (von Staatskassen und von Privaten), aus den Guthaben von Staatskassen auf besonderen Konten und aus den Depositengeldern.

[5]) Die sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten sind Noten und fremde Gelder

[6]) Die Effektenanlage enthält vornehmlich Reichsschatzscheine.

[7]) Als solche sind zusammengefasst worden: Die Anlagen in Wechseln und Schecks, Lombardforderungen und Effekten.

Bei der Redaktion des „Bank-Archivs“ sind folgende Bücher eingegangen:

(Besprechung einzelner Bücher bleibt vorbehalten; eine Rücksendung de eingesandten Bücher erfolgt in keinem Falle.)

Barth, Karl. Studien über den Zinsfuss und dessen Beziehungen zu den wirtschaftlichen Konjunkturen. (Tübinger Inaugural-Dissertation.) Druck v. Gotthold Schauwecker. Reutlingen 1911. 59 S.

Bendixen, Friedrich. Geld und Kapital. Verlag von Duncker & Humblot. Leipzig 1912. 187 S. 4,50 M.

Biermer, Magnus. Die hessische Eisenbahnfrage nach dem Landtagsschlusse. Der Staatsrentenmarkt und die Sparkassen. Teuerung und Geldwert. Verlag von Emil Roth. Giessen 1912. 100 S. 1,50 M.

Herz, Ludwig. Reichsfinanznot, Reichsfinanzreform, Reichspolitik. Buchverlag der „Hilfe“ Schöneberg. 167 S. 0,75 M.

Lenz, Friedrich. Denkschrift betr. die Schaffung eines Wirtschaftsarchivs und die Unterstützung privatwirtschaftlicher Forschungen. Verlag von Leonhard Simion Nf. Berlin 1912. 30 S. 0,60 M.

Meyer, A. Die Kapitalsanlage. Verlag Art. Institut Orell Füssli. Zürich 1912. 164 S. 2,25 M.

Rönnberg, Landgerichtsrat a D. Das preussische Loshandelsgesetz vom 19. Juli 1911. Hinstorffsche Verlagsbuchhandlung. Wismar 1911. 104 S.

Rosenthal, Charles Anton. Amerikanische Bonds (Münchener Volkswirtschaftliche Studien 116 Stück). J. G. Cottasche Buchhandlung Nach. Stuttgart und Berlin 1912. 105 S. 2,50 M.

Schaefer, Wilh. Betrachtungen und Materialien zur Frage des versicherungswissenschaftlichen Fortbildungsunterrichts. Verlag von Carl Brandes. Hannover 1912. 72 S.

Warschauer, Otto. Lotterie-Studien. Verlag von Karl Curtius. Berlin 1912. 125 S.

Jahresbericht der Handelskammer zu Berlin für 1911. 2. Teil. Bericht über die wirtschaftliche Lage. Druck von H S. Hermann, Berlin.

Reichsstempelgesetz vom 15. Juli 1909 in der durch das Zuwachssteuergesetz vom 14. Februar 1911 geänderten Fassung mit Ausführungsbestimmungen. Herausgegeben im Reichsschatzamte. Carl Heymanns Verlag, Berlin. 300 S.

Stahl & Federer, Aktiengesellschaft, Stuttgart.

Aktiva. **Bilanz auf 31. Dezember 1911.** **Passiva.**

Aktiva	M.	Pf	Passiva	M.	Pf
Kassa-Konto, einschl Guthaben bei der Reichsbank und der Württ Notenbank	2 541 937	46	Aktien-Kapital-Konto	12 000 000	—
Wechsel-Konto	6 875 631	20	Reserve-Fonds-Konto	133 016	08
Kupons-Konto	56 837	75	Spezial-Reserve-Fonds-Konto	133 016	08
Guthaben bei Banken, Darlehen gegen Effekten-Unterlagen und dauernde Beteiligung	10 606 139	52	Kreditoren	25 472 736	41
Effekten- und Konsortial-Konto (darunter M. 641 333,83 bei der Reichsbank in Klasse I beleihbare Werte)	1 670 847	82	Akzept-Konto	7 120 772	34
Hypotheken-Konto	427 444	95	Aval-Akzept-Konto	740 239	67
Debitoren	22 568 220	94	Dividenden-Konto	6 000	—
Aval-Debitoren	740 239	67	Gewinn- und Verlust-Konto	1 008 949	72
Bankgebäude-Konto, einschl. Neubau M. 1 196 824,25 abzüglich Abschreibungen von 1908. 1909 und 1910 „ 152 000,—	1 044 824	25			
Mobilien-Konto	82 [illegible]06	74			
	46 614 730	30		46 614 730	30

Soll. **Gewinn- und Verlust-Konto auf 31. Dezember 1911.** **Haben.**

Soll	M.	Pf	Haben	M.	Pf
Handlungs-Unkosten, einschliesslich Steuern, Tantiemen und Beamten-Pensions-Versicherung	862 004	93	Vortrag von 1910	100 000	—
Gewinn-Saldo	1 008 949	72	Zinsen und Wechsel	1 024 317	80
			Provisionen	537 812	94
			Effekten, Konsortial-Beteiligungen, Kupons und Sorten	208 823	91
	1 870 954	65		1 870 954	65

Stuttgart, den 31. Dezember 1911.

Die Direktion.

A. Schaaffhausen'scher Bankverein.

Bilanz am 31. Dezember 1911.

Aktiva.

	M.	Pf	M	Pf
1. Nicht eingezahltes Aktienkapital			—	—
2 Kasse, fremde Geldsorten und Kupons			9 862 154	18
3. Guthaben bei Noten- und Abrechnungs- (Clearing-) Banken			5 620 633	04
4. Wechsel u. unverzinsliche Schatzanweisungen:				
a) Wechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen des Reichs und der Bundesstaaten	95 218 462	94		
b) eigene Akzepte	—	—		
c) eigene Ziehungen	—	—		
d) Solawechsel der Kunden an die Order der Bank	—	—	95 218 462	94
5. Nostroguthaben bei Banken und Bankfirmen			26 503 764	90
6. Reports und Lombards gegen börsengängige Wertpapiere			54 517 030	76
7. Vorschüsse auf Waren und Warenverschiffungen: davon am Bilanztage gedeckt				
a) durch Waren-, Fracht- oder Lagerscheine			—	—
b) durch andere Sicherheiten			—	—
8. Eigene Wertpapiere:				
a) Anleihen und verzinsliche Schatzanweisungen des Reichs und der Bundesstaaten	10 306 115	78		
b) sonstige bei der Reichsbank und anderen Zentralnotenbanken beleihbare Wertpapiere	3 502 272	08		
c) sonstige börsengängige Wertpapiere . .	9 53 152	95		
d) sonstige Wertpapiere	23 578 940	83	46 640 481	64
9. Konsortialbeteiligungen			27 314 036	39
10 Dauernde Beteiligungen bei anderen Banken und Bankfirmen			24 683 382	35
11. Debitoren in laufender Rechnung.				
a) gedeckte	185 40[illegible] 518	48		
b) ungedeckte	152 977 059	77	338 377 578	25
ausserdem: Aval- und Bürgschaftsdebitoren	62 296 019	26		
12 Bankgebäude			9 000 117	23
13. Sonstige Immobilien			3 519 083	01
14 Sonstige Aktiva:				
a) Effekten des Beamten-Pensions- und Unterstützungfonds	700 000	—		
b) Hypotheken	3 967 347	94		
c) Kapital-Konto des Syndikats-Kontores	1 000 000	—		
d) Konto nuovo	4 783 546	12		
e) Talonsteuer	998 560	—	11 449 454	06
			652 745 184	75

Passiva.

	M.	Pf	M.	Pf
1. Aktien-Kapital			145 000 000	—
2. Reserven:				
a) gesetzlicher Reservefonds	24 861 323	56		
b) Spezial-Reservefonds	9 300 000	—	34 161 323	56
3 Kreditoren:				
a) Nostroverpflichtungen	29 042 120	74		
b) seitens der Kundschaft bei Dritten benutzte Kredite	6 242 128	69		
c) Guthaben deutscher Banken und Bankfirmen	16 137 712	60		
d) Einlagen auf provisionsfreier Rechnung: 1. innerhalb 7 Tagen fällig . . . . . M. 26 294 043,62; 2. darüber hinaus bis zu 3 Mon. fällig . . . . . „ 28 245 192,51; 3. nach 3 Monaten fällig „ 80 351 116,13	134 890 352	26		
e) sonstige Kreditoren: 1. innerhalb 7 Tagen fällig . . . . M. 98 738 580,77; 2. darüber hinaus bis zu 3 Mon. fällig . . . . . „ 80 846 913,97; 3. nach 3 Monaten fällig „ 525 731,90	180 111 226	64	366 423 540	93
4. Akzepte und Schecks:				
a) Akzepte	79 957 349	52		
b) noch nicht eingelöste Schecks	976 054	06	80 933 40[illegible]	[illegible]
ausserdem Aval- und Bürgschaftsverpflichtungen . . .	62 296 019	26		
Eigene Ziehungen	4 526 400	—		
davon für Rechnung Dritter M 1 466 400,—	—	—		
Weiterbegebene Solawechsel der Kunden an die Order der Bank	—	—		
5. Sonstige Passiva:				
a) Beamten-Pensions und Unterstützungsfonds.	700 000	—		
b) unerhobene Dividenden	19 231	57		
c) Syndikats-Kontor	1 000 000	—		
d) Hypotheken	356 000	—		
e) Konto Nuovo	10 413 261	81	12[illegible] 8 493	38
6 Gewinn- und Verlustrechnung			13 738 423	30
			652 745 184	75

Gewinn- und Verlust-Rechnung.

Soll.

	M.	Pf
Handlungs-Unkosten	3 937 725	23
Steuern	1 387 776	81
Abschreibung auf Aussenstände pro 1911 .	1 713 015	02
Saldo	13 738 423	30
	20 776 940	36

Haben.

	M	Pf
Vortrag aus 1910	561 252	64
Provisionen	5 404 243	85
Zinsen	5 893 632	61
Gewinne aus Wechseln	4 099 450	21
Gewinne aus Effekten	4 689 038	55
Einnahme aus Immobilien	129 322	50
	20 776 940	36

Die in der heutigen Generalversammlung für das Geschäftsjahr 1911 auf 7½% festgesetzte Dividende wird **von heute ab** mit

M. 75,— für die Aktien Lit. A und mit **M. 33,75 für die Aktien Lit. B**

gegen Rückgabe der Kupons Nr. 21 resp. 63

an unseren Kassen in Köln, Berlin, Bonn, Charlottenburg, Cleve, Crefeld, Cöpenick, Duisburg, Dülken, Düsseldorf, Emmerich, Godesberg Grevenbroich, Kempen, Moers, Neuss, Neuwied, Odenkirchen, Oranienburg, Potsdam, Rheydt, Ruhrort, Schmargendorf, Schöneberg, Steglitz, Viersen, Wesel;
sowie bei der Dresdner Bank in Dresden, Berlin, Frankfurt a M., Hamburg, Leipzig und deren übrigen Niederlassungen;
bei der Deutschen Effecten- und Wechsel-Bank in Frankfurt a M;
bei der Filiale der Bank für Handel und Industrie in Frankfurt a M;
bei der Mittelrheinischen Bank in Coblenz, Duisburg und Metz;
bei der Ostbank für Handel und Gewerbe in Posen und Königsberg;
bei der Rheinischen Bank in Essen, Duisburg und Mülheim a d Ruhr;
bei der Vereinsbank in Hamburg, Hamburg und deren übrigen Niederlassungen;
bei der Westfälisch-Lippischen Vereinsbank Aktiengesellschaft in Bielefeld, Detmold, Herford, Lemgo, Minden;
und bei den Bankhäusern:

Hermann Bartels in Hannover;
Philipp Elimeyer in Dresden;
E. Heimann in Breslau;
F. A Neubauer in Magdeburg;
L. & E. Wertheimber in Frankfurt a M

ausbezahlt.

Köln, den 2 April 1912

Die Direktion.

Im Anschluss an unsere früheren Mitteilungen wegen Umtausches der Aktien Lit. B à M. 450 unserer Gesellschaft gegen Aktien Lit. A à M. 1000 machen wir hierdurch wiederholt bekannt, dass wir in der Lage sind, diesen Umtausch vollständig kostenfrei zu bewirken und zur eventuellen Abrundung des Nominalbetrages überschiessende Beträge der Aktien Lit. B zu übernehmen resp. fehlende Beträge der Aktien Lit. B zum jeweiligen Tageskurse zu liefern. Da die Aktien Lit. B börsenmässig nicht mehr lieferbar sind, ist dringend zu raten, von der z. Z. noch kostenlosen Umtauschmöglichkeit umgehend Gebrauch zu machen.